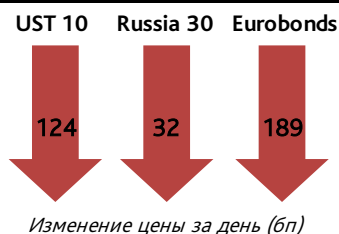


Навигатор долгового рынка

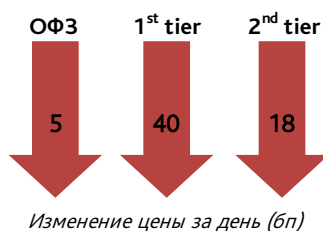
Глобальные рынки и еврооблигации

- Инвесторы накануне подняли индекс **S&P** на 4.6% и снизили спрос на «защиту»; половина американцев ждет ухудшения ситуации в экономике; считаем возможным сохранение волатильности еще несколько сессий
- Итоги торгов по еврооблигациям:** улучшение фона не остановило падение котировок; максимальные потери в нефтегазовом и металлургическом секторах; спред **Russia 30-UST10** сузился за счет динамики в **UST10**
- Открытие торгов по еврооблигациям:** отскок на американских биржах вряд ли вызовет ралли в российских евробондах; в фокусе – статистика по розничным продажам и настроению потребителей в **США**
- Франция, Италия, Испания и Бельгия** ввели запрет на «короткие» продажи; психологическая поддержка не сработала – европейские индексы падают на 1.5% на открытии



Рублевые облигации и денежный рынок

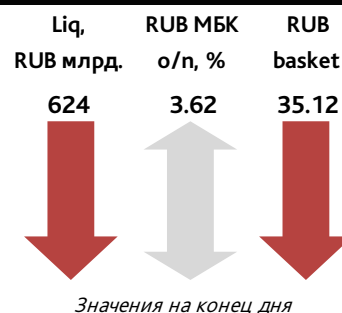
- Рублевый рынок:** долгосрочные **ОФЗ** снова подешевели, **ОФЗ 25077** ушел ниже номинала; среди корпоративных бумаг основной удар пришелся на нефтегазовый сектор
- Платежная система с начала месяца аккумулировала RUB345.5 млрд. – благоприятный фон для налогового периода; спекулятивное давление на ставки **money market** усилится спросом на рубли под уплату налогов
- Восстановление нефтяных котировок поддержало российскую валюту; участники рынка смотрят на рубль менее негативно – **NDF** снизились



Кредитные комментарии

- S&P** повышает рейтинг **Газпромбанка** до уровня «BB+»; ожидаемая реакция агентства и мало на что влияет, так как у банка есть рейтинг инвестиционной категории; к облигациям банка относимся нейтрально
- Fitch** повысило рейтинг **Номос-банка** с «BB-» до «BB»; из частных российских банков агентство считает надежнее только **Альфа-Банк** и **Абсолют Банк**; еврооблигации интересны для покупки после окончания текущего периода рыночной паники
- Металлургия и горнодобывающая промышленность:** к кризису эмитенты готовы по-разному; краткий анализ «аутсайдеров» и наиболее подготовленных к витку финансовой нестабильности эмитентов

Индикаторы FX/MM



Российская макроэкономика

- Международные резервы** на новом максимуме за счет роста стоимости невалютных активов и интервенций **Банка России**

Макроцифра

USD537.7 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

| | |
|-------|--|
| 16:30 | Розничные продажи в США за июль |
| 17:55 | Индекс потребительского доверия от Мичиганского университета за август |
| 18:00 | Выступление ФРБ Нью-Йорка У. Дадли |

Ключевые индикаторы

| | | | |
|--------------------|---|--------|-------|
| EMBI+ spread | ▼ | 261 | -13 |
| UST10 | ▲ | 2.31 | +0.14 |
| Russia 30 - UST 10 | ▼ | 212 | -9 |
| EUR/USD | ▲ | 1.4241 | +0.5% |
| Oil (Brent) | ▲ | 107.5 | +1.4% |
| VIX | ▼ | 39 | -3.99 |

Инвесторы накануне подняли индекс S&P на 4.6% и снизили спрос на «защиту»; половина американцев ждет ухудшения ситуации в экономике; считаем возможным сохранение волатильности еще несколько сессий

Американские фондовые биржи (а вслед за ними и европейские) в четверг перешли к существенному росту – индекс S&P по итогам торгов вырос на 4.6%. Восстанавливающийся спрос на риск привел также к росту доходности **UST10** – на 23 бп до 2.33%. Кроме того, спрос на размещенные вчера **UST30** был минимальным более чем за два года. Отрицательную динамику показал и другой защитный актив – золото, котирующееся в пятницу с утра на уровне USD1760 за унцию.

Тем не менее мы бы не стали спешить с выводом о том, что панические настроения на рынке прошли, и теперь нас ждет основанное на глубокой просадке ралли. Скорее мы можем увидеть еще несколько торговых сессий с повышенной волатильностью и готовностью инвесторов реагировать на малейшие негативные слухи о ситуации в Европе. Также полагаем, что было бы неправильно объяснять вчерашний бурный рост индексов сильными данными по первичным заявкам на пособие по безработице в США. Несмотря на то, что общее их число снизилось до минимума с апреля, оно все еще остается слишком высоким и не позволяет пока говорить о значимом и устойчивом восстановлении на рынке труда, которое могло бы поддержать потребительский спрос.

Мы бы также хотели обратить внимание на любопытные, с нашей точки зрения, результаты опроса, проведенного Reuters/Ipsos. По данным исследования, почти половина американцев убеждены, что худшие времена для экономики США еще впереди. Показатель в 47% является максимальным с марта 2009 г., когда опасения достигли пика в 57% на фоне рецессии. Для экономики подобные цифры значат только одно – половина населения не готова увеличивать расходы, а значит, чтобы завести мотор американской экономики через потребительский спрос властям сначала придется убедить население в своей компетентности и способности совместно (!) принимать важные решения.

Примечательно, что начало торгов на глобальных рынках в пятницу отчасти подтверждает наше предположение о неоправданности столь стремительного роста американских индексов. В частности, он не убедил азиатских инвесторов – индексы региона в пятницу демонстрируют разнонаправленную динамику. Фьючерс на S&P ушел в минус. Снова вниз пошла и доходность **UST10**, составляющая на момент написания данного отчета около 2.27%.

Итоги торгов по еврооблигациям: улучшение фона не остановило падение котировок; максимальные потери в нефтегазовом и металлургическом секторах; спред Russia 30-UST10 сузился за счет динамики в UST10

Подорожавшая нефть и устранение опасений за суверенный рейтинг Франции не смогли удержать российские еврооблигации от глубокого падения в четверг. Вышедшие в 16:30 МСК данные по рынку труда США помогли лишь ненамного уменьшить потери.

В нефтегазовом секторе наиболее пострадавшими выпусками стали **Gazprom 34** и **Gazprom 37**, потерявшие в цене 3 и 2.5 п.п. соответственно. Другие долгосрочные евробонды газового монополиста также подешевели – на 1-2 п.п. Снижение котировок еврооблигаций Лукойла составило около 1.5-2 п.п. по всей кривой, а выпуски Новатэка потеряли 1.7-2.4 п.п. Более чем на 2 п.п. подешевели длинные выпуски ТНК-ВР и Транснефти.

Во втором эшелоне лидером падения стал выпуск **ТМК 18**, потерявший сразу 3.7 п.п. Евробонды **MetallInvest 16** и **Koks 16** подешевели на 2.5 и 2.7 п.п. соответственно. Под существенным давлением вновь оказались долгосрочные выпуски Вымпелкома – падение стоимости здесь составило 2.1-2.5 п.п. Снижение стоимости бумаг Евраз и Северстали было в пределах 1.5-2 п.п.

В банковском секторе просадка была не столь глубокой по сравнению с другими секторами. Так, максимальные потери понесли долгосрочные евробонды ВТБ – **VTB 18N** и **VTB 20**, потерявшие 1.1-2.1 п.п. Котировки бумаг на дальнем конце кривой Россельхозбанка и ВЭБа также снизились – **RussAgrBank 21** и **VEB 25** потеряли около 2 п.п. В бумагах Сбербанка и Банка Москвы падение не превышало 1.1 п.п.

Котировки суверенного индикативного выпуска **Russia 30** к моменту публикации статистики в США опускались до 117.2% от номинала, однако к концу торгов бумага восстановилась до 117.46%, потеряв за день 30 бп. Спред **Russia 30–UST10** сузился на 10 бп до 212 бп благодаря росту доходности **UST10**. В пятницу можно вновь ждать его расширения, учитывая возобновившуюся отрицательную динамику в доходности американских госбумаг. Котировки менее ликвидных выпусков в четверг снизились на 15-90 бп.

Открытие торгов по еврооблигациям: отскок на американских биржах вряд ли вызовет ралли в российских евробондах; в фокусе – статистика по розничным продажам и настроению потребителей в США

Рост на американских фондовых биржах накануне может сегодня вновь смениться падением. На это указывают фьючерс на S&P 500, торгующийся в минусе уже на 1%, а также невнятная динамика на биржах Азии. Важными факторами для рынка станут публикуемые сегодня статданные по розничным продажам и потребительским настроениям. Европейская проблематика сегодня может оказаться вновь в центре внимания. Сегодня стало известно, что ВВП Франции во втором квартале вырос лишь на 1.6% в годовом исчислении против прогнозирувавшихся 2%, а на поквартальной основе остался и вовсе без изменений.

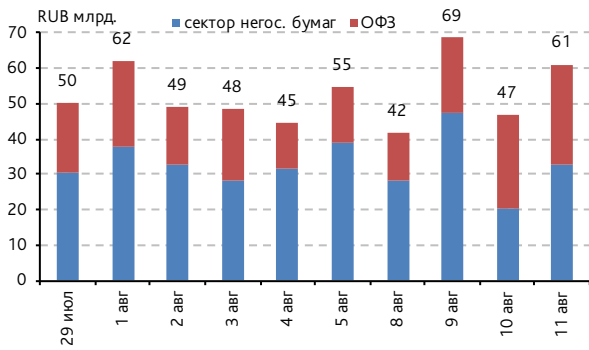
Для российского рынка еврооблигаций пятница вряд ли станет днем существенных покупок, даже несмотря на масштабную распродажу, отмеченную накануне. Повысившиеся на USD1 цены на нефть с момента закрытия основных торгов в России вряд ли окажут ощутимую поддержку рынку. Кроме того, учитывая предстоящие выходные, инвесторы вряд ли захотят проводить агрессивные покупки. Мы ждем нейтрального открытия торгов на российском рынке еврооблигаций.



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 | 8.6% |
| от 1 до 1.5 лет | 7.0% |
| от 1.5 до 2 лет | 8.2% |
| от 2 до 3 лет | 15.3% |
| от 3 до 5 лет | 42.8% |
| > 5 лет | 18.1% |

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

| | YTM | Dur |
|-------------------|-------|-----|
| ОФЗ (<2.5 лет) | 5.65% | 1.5 |
| ОФЗ (2.5-4.5 лет) | 7.32% | 3.5 |
| ОФЗ (>4 лет) | 7.88% | 6.5 |
| Банки | 7.82% | 1.5 |
| Корп 1 эшелон | 7.31% | 2.5 |
| Корп 2 эшелон | 8.06% | 2.0 |

Рублевый рынок: долгосрочные ОФЗ снова подешевели, ОФЗ 25077 ушел ниже номинала; среди корпоративных бумаг основной удар пришелся на нефтегазовый сектор

На рублевом долговом рынке в четверг с новой силой возобновилось падение котировок, несмотря на небольшое улучшение внешнего фона. В сегменте ОФЗ наиболее сильная просадка наблюдалась по средне- и долгосрочным бумагам, а среди корпоративных облигаций особенно сильное падение котировок наблюдалось в первом эшелоне – в нефтегазовом секторе и, чуть менее активное – в банковском.

Максимальная торговая активность в четверг в сегменте госбумаг сосредоточилась в **ОФЗ 25075** и **25077**, котировки которых опустились на 40 и 75 бп соответственно, причем последний выпуск ушел по завершении торгов ниже номинала. Также в минусе закрылся выпуск **ОФЗ 26204** (-25 бп), а максимальное снижение котировок в сегменте было отмечено в **ОФЗ 26203** (-80 бп).

В первом эшелоне наибольшие торговые обороты прошли в четверг по выпускам **ВЭБ-Лизинг-3** (-30 бп), **Газпромнефть-4** (-3 п.п.) и **НорНикель БО-3** (-60 бп), причем последний завершил торги ниже номинала – на уровне 99.7%. Наихудший результат четверга принадлежит выпуску **Газпромнефть-10**, котировки которого обвалились на 5 п.п. Бумага, однако, удержалась выше номинала – на уровне 100.5%. Также существенно снизились котировки **РСХБ-10**, на 2 п.п. В то же время рост стоимости (но при невысоких оборотах) показали бумаги **Русгидро-1** и **2** (+2 и +0.8 п.п. соответственно), а также **Лукойл БО-03** и **Транснефть-3** (+1.1 и +0.8 п.п.)

Во втором эшелоне инвесторы сосредоточили внимание на выпусках **Вымпелком-Инвест-6** и **7**, причем первый из них прибавил по итогам дня 20 бп, а второй, напротив, снизился в цене на аналогичную величину, закрывшись на 10 бп ниже номинала. Наибольшие потери понесли в четверг выпуски **Теле2-2** и **ТМК БО-1**, подешевев на 2.6-2.7 п.п.



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

Денежный рынок

События денежного рынка

| | |
|--------|---|
| 12 авг | Расчеты по аукциону ОБР-20 на RUB3.2 млрд. (аукцион от 11.08.11) |
| 12 авг | Погашение ОБР-19 на RUB29.3 млрд. |
| 15 авг | Завершение уплаты страховых взносов во внебюджетные фонды |
| 16 авг | Депозитный аукцион Минфина на RUB80 млрд. (расчеты на след. день) |
| 17 авг | Аукцион ОФЗ 26206 на RUB25 млрд. (расчета в день аукциона) |
| 22 авг | Уплата 1/3 НДС за 2К 2011 |

RUB МБК o/n intraday

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

Динамика внутри дня (1-й круг)

| УТРО | ДЕНЬ | ВЕЧЕР |
|-----------|-----------|-----------|
| 3.50-4.00 | 3.65-3.70 | 3.50-3.75 |

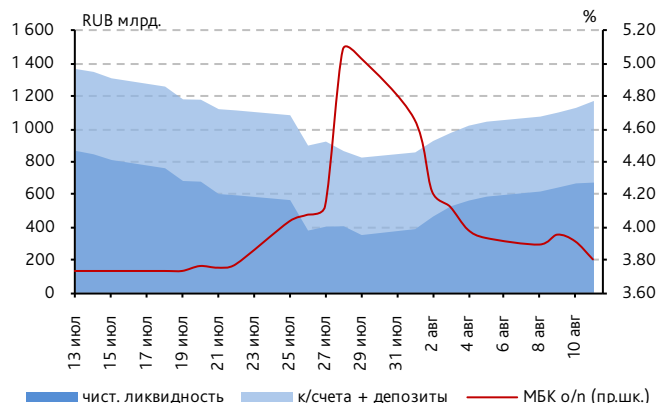
Платежная система с начала месяца аккумулировала RUB345.5 млрд. – благоприятный фон для налогового периода; спекулятивное давление на ставки money market усилится спросом на рубли под уплату налогов

После того, как с конца июля в платежную систему поступило RUB345.5 млрд., а это приток ликвидности примерно по RUB40 млрд. в день, вчера впервые наблюдался ее отток тоже в размере почти RUB40 млрд. Банки продолжили выводить средства с депозитов под уплату предстоящих налогов (страховые взносы до 15 августа), однако из изъятой суммы в RUB87.2 млрд. (снижение до RUB286.2 млрд.) на корсчетах «осела» лишь половина – RUB38.5 млрд. (увеличение до RUB834.0 млрд.).

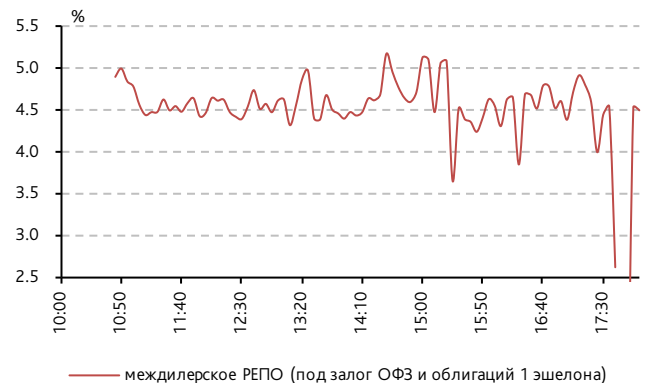
На восстановление ликвидности до RUB1.1 трлн. (корсчета + депозиты в ЦБ) и RUB623.8 млрд. в терминах чистой ликвидной позиции отзываются пока только ставки по межбанковским кредитам. Основные сделки по МБК овернайт для банков 1-го круга вчера проходили на 25 бп ниже, чем накануне, т.е. по 3.65%, а к закрытию не сильно превышали депозитную ставку овернайт с ЦБ в 3.5%. На этом фоне выделяется заметный прирост ставок междилерского РЕПО, как по операциям под залог ОФЗ – до 4.61% (+15 бп), так и под залог облигаций 1-го эшелона – до 4.57% (+19 бп), сопряженный с повышением торговых оборотов в этом сегменте еще на 5% по сравнению с предшествующим днем. Нехарактерный для этого времени подъем ставок РЕПО объясняется резко возросшим спросом на рублевую ликвидность под спекулятивные сделки на фоне нестабильной и постоянно видоизменяющейся «расстановки сил» на валютном рынке.

Крупные страховые взносы во внебюджетные фонды (около RUB280 млрд. по нашим оценкам, до 15 августа), платежи по которым, вероятнее всего, начнутся уже сегодня; несмотря на встречный приток RUB29.3 млрд. от погашения ОБР-19, могут привести к умеренному оттоку ликвидности в ближайшие дни. Последствия уплаты налогов несколько смягчат предлагаемые Минфином 16 августа RUB80 млрд. (мы ожидаем сильный спрос), но полностью отток средств не покроют, поэтому спекулятивно разогретые ставки междилерского РЕПО в начале следующей недели, по нашим прогнозам, задержатся на повышенном уровне при относительно стабильных ставках МБК овернайт – 3.65-3.85%.

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Восстановление нефтяных котировок поддержало российскую валюту; участники рынка смотрят на рубль менее негативно – NDF снизились

На фоне опасений относительно Франции в течение дня евро дешевел к рублю до RUB42.16, завершил торги по RUB42.03, при этом курс евро по отношению к доллару колебался в узком диапазоне 1.410-1.427, составив по окончании торгов 1.42. Между тем для динамики рубля сейчас гораздо важнее общий внешний фон, который, несмотря на локальные проблемы во Франции, в целом немного улучшился.

Поддержку рублю оказывают цены на нефть, которые восстановились в район USD108/барр. (+8.5% за последние 3 дня) против падения несколькими днями ранее. Это транслируется в укрепление рубля против бивалютной корзины – на 22 копейки до RUB35.12 и положительную коррекцию трехмесячных ставок NDF – до 4.35-4.76%, а всего пару дней назад они были на уровне 4.75-5.7%.



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

Кредитные комментарии

S&P повышает рейтинг Газпромбанка до уровня «ВВ+»; ожидаемая реакция агентства и мало на что влияет, так как у банка есть рейтинг инвестиционной категории; к облигациям банка относимся нейтрально

Вчера рейтинговое агентство S&P распространило пресс-релиз, в котором отметило ключевые причины повышения кредитного рейтинга Газпромбанка.

КОММЕНТАРИЙ

Опубликованная отчетность за 2010 г. (см. «Навигатор долгового рынка» от 5.03.2011) подтвердила крепкие позиции банка и уверенную динамику основных показателей деятельности. Поэтому повышение рейтинга от S&P не стало сюрпризом для рыночных игроков.

Агентство отмечает, что собственная кредитоспособность Газпромбанка оценивается им на уровне «В+» благодаря улучшению кредитного портфеля, менее агрессивной политике относительно рыночных рисков. Также S&P отмечает важность продажи контрольных пакетов акций СИБУРа и Сибнефтегаза. Связь с государством, по мнению агентства, дает Газпромбанку дополнительно 3 ступени кредитного рейтинга: банк является системообразующим, поэтому получение им экстренной помощи в чрезвычайных ситуациях не вызывает никаких сомнений.

Отметим, что Газпромбанк формально потерял статус полноправного дочернего банка Газпрома и имеет номинально других мажоритарных акционеров. С одной стороны, этот момент чисто технический и влияет больше на восприятие кредитного статуса со стороны рейтинговых агентств. С другой стороны, в глазах инвестсообщества Газпромбанк воспринимался и воспринимается полноценным госбанком, что отражает доходности его долговых бумаг, не отличимые от аналогичных инструментов ВТБ и РСХБ. В связи с данным фактом, мы нейтрально относимся к долговым бумагам Газпромбанка.

Нам трудно ожидать повышенного спроса на риск банка даже при спокойной конъюнктуре: разрыв между рейтингом ВТБ составляет 2 ступени даже после вчерашнего повышения, а бумаги Газпромбанка сейчас торгуются даже несколько ниже кривой долларовых евробондов ВТБ. Пока на рынках царит паника, инвесторы вряд ли станут отыгрывать какие-либо новости в еврооблигациях Газпромбанка, но даже в случае быстрого разворота, как нам кажется, рынок полностью проигнорирует повышение рейтинга от S&P.

Отметим, что вчера Газпромбанк привлек синдицированный кредит в размере USD1.2 млрд. по привлекательной ставке LIBOR+1.5%. Этот кредит позволит банку досрочно погасить синдицированный кредит, привлеченный в сентябре прошлого года, и уменьшив его стоимость на 100 бп.

Дмитрий Турмышев

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru

Леонид Игнатьев

+7 495 647-23-60

leonid.ignatiev@trust.ru



Fitch повысило рейтинг Номос-банка с «ВВ-» до «ВВ»; из частных российских банков агентство считает надежнее только Альфа-Банк и Абсолют Банк; еврооблигации интересны для покупки после окончания текущего периода рыночной паники

КОММЕНТАРИЙ

Решение агентства Fitch в отношении Номос-банка выглядит более-менее проактивным, если вспомнить неплохую отчетность по МСФО за 1К 2011 г., опубликованную в начале июня, докапитализацию со стороны акционеров на RUB5.5 млрд. в середине лета, а самое главное – успешно проведенное IPO весной 2011 г.

Кредитная картина Номос-банка в наших глазах складывается следующим образом:

- Модель универсального банка, подкрепленная большим объемом бизнеса, является основным преимуществом, хотя умеренно высокая доля связанных сторон частично нивелирует этот плюс.

| Газпромбанк | Ваа3/ВВ+/NR |
|--------------------|-------------|
| <i>МСФО, 2010</i> | |
| Кредиты, RUB млрд. | 1084 |
| NIM | 2.3% |
| NPLs (>90 дней) | 2.1% |

| Номос-банк | Ва3/NR/ВВ |
|----------------------|-----------|
| <i>МСФО, 1К 2011</i> | |
| Кредиты, RUB млрд. | 371 |
| NIM | 5.0% |
| NPLs (>90 дней) | 2.4% |

- Курс на увеличение прозрачности банка и его «опубличивание» наряду с присутствием иностранного акционера могут говорить о снижении рисков корпоративного управления.
- Доступ к рынкам долгового и акционерного капитала, финансово сильные акционеры и отсутствие проблем с капиталом выгодно отличают банк от многих крупных российских кредитных учреждений.
- Динамика операционных показателей в конце 2010 г. – начале 2011 г. «лучше рынка», рентабельность работающих активов в 5.0% и отличный ROAE (более подробно см. «Навигатор долгового рынка» от 23 июня 2011 г.).

Мы считаем, что кредитное качество банка за последние полгода-год заметно укрепилось, расширение объема розничных операций должно еще больше укрепить позиции Номос-банка на рынке и увеличить рентабельность. Мы считаем, что по совокупным кредитным характеристикам Номос-банк в настоящее время выглядит лучше и МДМ банка, и Русского Стандарта, хотя и уступает Альфа-Банку. Нам также кажется, что в паре Номос-банк и ХКФБ последний участник не выглядит явным фаворитом по кредитному качеству. Учитывая сказанное, мы считаем не совсем оправданными премии в 80-100 бп к кривой Альфа-Банка для «старшего» **Nomos 13** и 20-30 бп к субординированному **RusSt 15** для **Nomos 15**.

По нашему мнению, после затухания панических настроений на рынках в ближайшие дни и возвращения спроса на еврооблигации EM, инвесторам стоит обратить повышенное внимание на еврооблигации Номос-банка. Среди наших прочих фаворитов в банковских евробондах российских банков – инструменты Альфа-Банка, суборды Промсвязьбанка. Для инвесторов с более высокими аппетитами к рискам и наиболее привлекательными для наращивания позиций станут евробонды ТКС-банка, а также розничного и инвестиционного «Ренессанс капитала».

На наш взгляд, 2-летний рублевый бонд **Номос-банк-12** порядком перепродан, его доходность для категории «ВВ» в 8.60% весьма неплоха. Покупать прямо сейчас его, может быть, и не стоит (не исключены новые просадки), но при развороте рынков он станет неплохой инвестицией. Заметим, что все рублевые бумаги Номос-банка сейчас торгуются в районе или даже ниже номинала.



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

Металлургия и горнодобывающая промышленность: к кризису эмитенты готовы по-разному; краткий анализ «аутсайдеров» и наиболее подготовленных к витку финансовой нестабильности эмитентов

КОММЕНТАРИЙ

В условиях панических распродаж на облигационном рынке наиболее сильно пострадали и, вероятно, еще какое-то время пострадают металлургический и горнодобывающий секторы. Инвесторы во многом руководствуются паническими инстинктами и мало обращают внимания на кардинальные различия в кредитных профилях эмитентов, хотя степень резистентности отдельных компаний к периоду финансовой нестабильности заметно различается.

Мы сочли очень важным взглянуть на сравнительную динамику отдельных кредитных метрик компаний сектора до кризиса 2008 г. и сейчас (см. таблицу). По итогам проведенного анализа мы выделили ряд компаний, которые на текущий момент выглядят наиболее привлекательно или непривлекательно с точки зрения устойчивости кредитного профиля, позиции ликвидности, накопленной у них на балансе, а также поведению в «прошлый» кризис 2008 г.

На наш взгляд, наиболее подготовленными к потенциально возможным потрясениям являются Норникель, Метинвест, НЛМК, СУЭК и Ferrgexro. Все они показали себя с хорошей стороны в период 2008-2009 гг., сохраняя низкий уровень долговой нагрузки и демонстрируя довольно крепкие показатели деятельности в условиях существенного спада. Мы верим, что проверка кризисом была показательной и поможет указанным компаниям воспользоваться этим «козырем», чтобы получить рефинансирование у банков, а, возможно, и на публичных долговых рынках. Безусловно, кредиторы, наученные горьким опытом, будут осторожны, однако компании, показавшие себя с хорошей стороны однажды, на наш взгляд, будут в привилегированном положении.

В число наиболее подверженных глобальным рискам компаний мы включаем Евраз, Русал, Мечел, ТМК, ЧТПЗ и РМК. Мы считаем, что их самостоятельная кредитоспособность может быть подвергнута серьезной проверке на прочность. Не секрет, что многие из них пользуются активной поддержкой отечественных госбанков, а потому отрицательный эффект для них может быть смягчен. Однако инвесторы на долговых рынках, на наш взгляд, могут опасаться за бумаги обозначенных компаний в большей степени.

У оставшихся компаний можно выделить отдельные моменты, которые, по нашему мнению, позволяют им как избежать попадания в группу «слабых», так и не преуспеть, чтобы попасть в разряд «сильных». Для Северстали это, соответственно, большая подушка ликвидности и наличие ряда проектов за рубежом, требующих крупных инвестиций. Для ММК это крепкая позиция на российском сталелитейном рынке и хронически отрицательные денежные потоки, вызвавшие рост долговой нагрузки. Для Металлоинвеста – нисходящая динамика леввериджа в кризис и высокая зависимость от волатильного рынка железной руды. Для Алросы – доказанная на практике поддержка государства и экстраординарная волатильность рынка алмазов. Для Кокса – консервативная инвестиционная политика и небольшие размеры бизнеса.

ТАБЛИЦА. ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА И ПОЗИЦИЯ ЛИКВИДНОСТИ КОМПАНИЙ СЕКТОРА

| USD млрд. | Выручка | Долг/ЕБИТДА | | Cash | |
|----------------|---------|-------------|------|------|------|
| | 2010 | 2007 | 2010 | 2007 | 2010 |
| Северсталь | 13.6 | 1.1 | 1.8 | 1.6 | 2.0 |
| Евраз | 13.4 | 1.6 | 3.4 | 0.3 | 0.7 |
| Норникель | 12.8 | 0.7 | 0.4 | 4.0 | 5.4 |
| Русал | 11.0 | 1.9 | 4.5 | 0.3 | 0.5 |
| Мечел | 9.7 | 2.1 | 3.7 | 0.2 | 0.3 |
| Метинвест | 9.4 | 1.3 | 1.3 | 1.1 | 0.4 |
| НЛМК | 8.4 | 0.5 | 1.1 | 1.2 | 0.7 |
| ММК | 7.7 | 0.6 | 2.3 | 0.3 | 0.5 |
| Металлоинвест* | 7.2 | 2.0 | 1.7 | 0.2 | 0.2 |
| ТМК | 5.6 | 1.7 | 4.3 | 0.1 | 0.2 |
| СУЭК | 5.4 | 3.2 | 2.4 | 0.2 | 0.3 |
| Алроса | 3.7 | 2.1 | 2.7 | 0.9 | 0.1 |
| ЧТПЗ | 2.8 | 1.9 | 5.1 | 0.0 | 0.1 |
| РМК* | 1.5 | 13 | 3.4 | 0.1 | 0.2 |
| Кокс* | 1.4 | 2.5 | 2.3 | 0.1 | 0.1 |
| Фергехро | 1.3 | 0.8 | 0.7 | 0.1 | 0.3 |

Зеленым цветом помечены компании, на наш взгляд, наиболее подготовленные к мощным потрясениям рынка, красным – наиболее подверженные такому риску

* в отсутствие данных за 2007 г. приведены показатели за 2008

Источник: данные компаний, НБ «Траст»

Сергей Гончаров

+7 495 786-35-31

sergey.goncharov@trust.ru

Леонид Игнатьев

+7 495 647-23-60

leonid.ignatiev@trust.ru

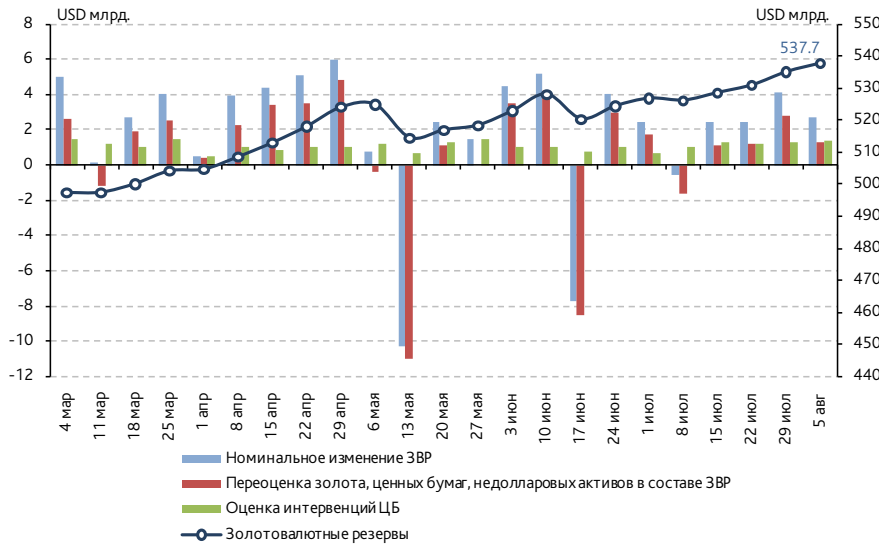


Российская макроэкономика

Международные резервы на новом максимуме за счет роста стоимости невалютных активов и интервенций Банка России

Согласно опубликованным вчера данным ЦБ, международные резервы РФ за неделю с 29 июля по 5 августа 2011 г. выросли на USD2.7 млрд. до USD537.7 млрд. – максимум с октября 2008 г.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА МЕЖДУНАРОДНЫХ РЕЗЕРВОВ, 2011



Источник: ЦБ, НБ «Траст»

КОММЕНТАРИЙ

Международные резервы на прошлой неделе выросли лишь благодаря удорожанию входящих в его состав невалютных активов и покупок валюты ЦБ, поскольку чистая валютная переоценка сложилась отрицательной в размере -USD1.0 млрд. (-USD0.8 млрд. от удешевления евро, -USD0.35 млрд. от удешевления йены и канадского доллара, +USD0.1 млрд. от роста британского фунта).

Потери резервов на падении курсов основных валют были с лихвой компенсированы удорожанием золота, вклад которого в прирост ЗБР составил, по нашим оценкам, USD0.95-1.1 млрд., а также подорожавшими ценными бумагами, которые привнесли в резервную «копилку» еще USD1.3 млрд. (USD1.0 млрд. из них от роста стоимости европейских облигаций).

Таким образом, из общего прироста ЗБР в USD2.7 млрд., порядка USD1.4 млрд. могло приходиться на покупки валюты Банком России, которые в пересчете на ежедневный объем интервенций на прошлой неделе составили порядка USD280 млн.



Мария Помельникова
 +7 495 789-35-94
maria.pomelnikova@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 | Держава АКБ-1 | 0.3 | н.д. | 1* |

| Ближайшие оферты | | | | | |
|------------------|---------------------|-----------|--------|------------|------|
| Дата | Выпуск | RUB млрд. | Купон | Нов. купон | Срок |
| 12 авг | ВТБ Лизинг-9 | 4.6 | 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% | 0.10% | 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 |
| 22 сен | Русский Межд.Банк-3 | 1.1 | 10.75% | н.д. | 2 |
| 22 сен | СеверСталь-160 | 15.0 | 14.00% | н.д. | 1 |
| 26 сен | Акрон-2 | 3.5 | 14.05% | н.д. | 2 |

| Ближайшие погашения | | |
|---------------------|----------------------|-----------|
| Дата | Выпуск | RUB млрд. |
| 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 |
| 15 сен | Запсибкомбанк-1 | 1.5 |
| 20 сен | СатурнНПО-2 | 2.0 |
| 20 сен | Русский Стандарт-7 | 5.0 |

* 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. |
| 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 |
| 4 ноя | InterGaz 11 | USD | 250 |
| 10 ноя | AIZK 11R | RUB | 1040 |
| 14 ноя | SberBank 11 | USD | 750 |

Руководитель инвестблока

Игорь Потапов

+7 495 647-90-44

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 намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка.

Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и принимают 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 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.