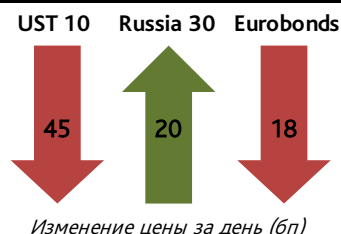


Навигатор долгового рынка

Глобальные рынки и еврооблигации

Итоги торгов по еврооблигациям: котировки преимущественно снизились, но суверенные выпуски немного подорожали; возвращаемся к консервативному сценарию и рекомендуем бумаги **Транснефти**, **Газпрома**, **Сбербанка** и **Синека**

Открытие торгов по еврооблигациям: неприятие риска и высокая волатильность сохраняются; ждем открытия торгов в небольшом минусе

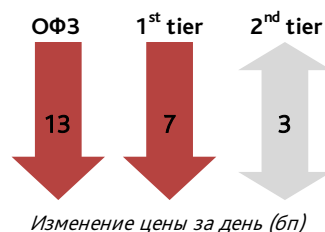


Рублевые облигации и денежный рынок

Продажи в **ОФЗ** в пятницу как реакция на не обыгранное внутренним рынком долга снижение мировых фондовых площадок в четверг; активность на вторичном рынке по-прежнему низкая по причине налоговых выплат и повышенных уровней ставок **РЕПО**

Ликвидность пойдет на снижение из-за налогов, депозитный аукцион **Минфина** всех потерь не компенсирует – роста ставок не избежать

Рубль сдает позиции ввиду противоречивого внешнего фона, снижения цен на нефть и слабой поддержки со стороны экспортеров



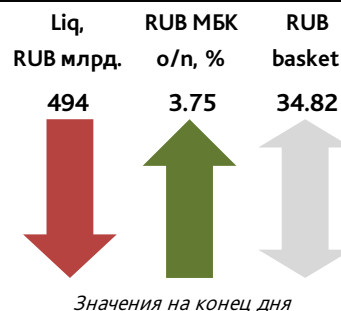
Кредитные комментарии

Альянс Ойл опубликовала неплохую отчетность по МСФО за 1П 2011; рост долговой нагрузки остается главным риском для компании; еврооблигации оценены справедливо

Новый налоговый режим для нефтяной отрасли вступит в силу с 1 октября 2011; на первом этапе более уязвимыми игроками будут **Башнефть**, **Альянс Ойл** и **Татнефть**, хотя, скорее всего, выпадающие доходы им могут быть компенсированы

Норникель выставил **UC Rusal** новую оферту на выкуп собственных акций; в случае отказа акции будут выкуплены с рынка; Fitch уже успела негативно отреагировать, но бонды вряд ли откликнутся

Индикаторы FX/MM



Последние обзоры

- 15 августа Долговая политика РФ 2012-2014: ОФЗ все более востребованы
- 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

Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

16:30	Индекс деловой активности от ФРБ Чикаго за июль
19:00	Завершение выкупа ФРБ Нью-Йорка UST в объеме USD0.5-1 млрд.
19:30	Итоги аукционов по 3- и 6-мес. US T-bills в объеме USD56 млрд.

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▼	257	-6
UST10	▲	2.07	+0.05
Russia 30 - UST 10	▼	211	-8
EUR/USD	▲	1.4395	+0.5%
Oil (Brent)	▲	106.9	+0.6%
VIX	▲	43.05	+0.38

Итоги торгов по еврооблигациям: котировки преимущественно снизились, но суверенные выпуски немного подорожали; возвращаемся к консервативному сценарию и рекомендуем бумаги Транснефти, Газпрома, Сбербанка и Синека

Российские еврооблигации завершили торги пятницы преимущественно снижением котировок, однако в отдельных длинных евробондах Газпрома и Вымпелкома, а также в суверенных выпусках наблюдались сдержанные покупки.

В нефтегазовом секторе наиболее сильно пострадали долгосрочные бумаги Лукойла и Новатэка, потерявшие порядка 30-35 бп. Дальний конец кривой Газпрома просел примерно на 10-15 бп, однако **Gazprom 20** сумел показать противоположную динамику, подорожав на 15 бп. Во втором эшелоне продолжились сильные продажи в **MetalloInvest 16** и **Koks 16**, потерявших 50 и 60 бп соответственно. Долгосрочные евробонды Евраз также подешевели на 50-60 бп. Снижение котировок в евробондах Вымпелкома не превысило 50 бп, а **VimpelCom 22** прибавил по итогам дня 10 бп. В банковском секторе основные продажи пришлись на длинные выпуски Сбербанка, потерявшие 30-40 бп.

Суверенные бумаги, в противоположность корпоративным, показали достаточно хорошую динамику, за исключением рублевого евробонда. Так, **Russia 30** подорожал на 20 бп до 119.08% от номинала, а спред **Russia 30-UST10** сжался на 8 бп до 211 бп. Между тем **Russia 18R** снизился в цене на «полфигуры» до 104.05% от номинала.

Мы считаем, что в глобальных рискованных активах (индексы акций, commodities, валюты против доллара) в ближайшие недели тренд на снижение продолжится. В явной степени мы стали свидетелями такой динамики пока лишь на рынках акций. Большая устойчивость товаров и валютного рынка во многом определяется спросом на ликвидность со стороны банковского сектора еврозоны. Это поддерживает евро на высоких уровнях относительно доллара и препятствует сопоставимым наблюдаемым на рынках акций продажам в номинированных в долларах товарных активах. Наряду с этим сохранится повышенная волатильность.

В этих условиях мы рекомендуем воздержаться от покупок в средних и длинных российских еврооблигациях, учитывая возросшие риски ликвидности и, соответственно – значительные ценовые колебания в них. В этой связи мы возвращаемся к консервативному сценарию и рекомендуем набор защитных бумаг в виде еврооблигаций Транснефти, Газпрома и Сбербанка, а также Синека (подробнее см. [«Навигатор долгового рынка»](#) от 10 августа).

Отметим, что с начала августа длинные евробонды Транснефти потеряли порядка 1-1.5 п.п., в то время как индекс **TDI Russia Non-Sovereign** (ценовой индекс валютных облигаций, рассчитываемый НБ «Траст») потерял за то же время 3 п.п. Снижение котировок Газпрома по сравнению с Транснефтью было чуть больше – 2.1-2.7 п.п., у Сбербанка – порядка 2 п.п. Выпуск **SINEK 15** потерял с начала августа 1.4 п.п. Длинные евробонды МТС были исключены нами из списка защитных активов на покупку, так как выпуск **MTS 20** с начала месяца успел подешеветь уже почти на 6 «фигур».

Открытие торгов по еврооблигациям: неприятие риска и высокая волатильность сохраняются; ждем открытия торгов в небольшом минусе

Глобальные рынки начинают последнюю полную неделю лета на минорной ноте и в ожиданиях новых мер поддержки. Азиатские торговые площадки демонстрируют умеренную нисходящую динамику (японский Nikkei Average теряет порядка 0.2%), равно как и фьючерс на американский S&P 500 (также –0.2%). Продолжающийся уход инвесторов из рисков отражается также в ценах на нефть и золото. Так, котировки Brent снизились примерно на USD2.5 за баррель с момента закрытия основных торгов в России в пятницу и колеблются около USD106 за баррель. Тем временем все чаще рассматриваемое в последнее время как защитный актив золото начало новую неделю с установления очередного рекорда – более USD1880 за тройскую унцию. Доходность **UST10** с утра в понедельник незначительно увеличивается, концентрируясь около отметки 2.08%.

Важных статистических отчетов на понедельник не намечено, однако даже небольшой негатив по индексу деловой активности от ФРБ **Чикаго** может вызвать новый всплеск волатильности на рынках. Примечательно, что индекс волатильности VIX с четверга прошлой недели находится на крайне высоком уровне, 42-43 п., в то время как среднее с начала августа значение – 35 п. Главным событием на текущей неделе станет выступление главы ФРС Б. Бернанке в пятницу, от которого рынки ждут заявлений о новых мерах поддержки экономики. Мы полагаем, что торги на российском рынке еврооблигаций начнутся в небольшом минусе.

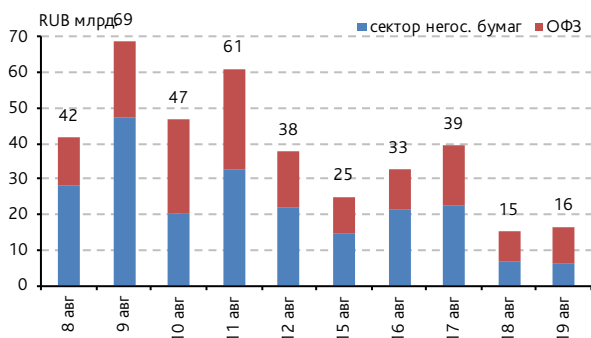
Алексей Тодоров
+7 495 647-23-62
aleksey.todorov@trust.ru

Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru



Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	6.5%
от 1 до 1.5 лет	12.2%
от 1.5 до 2 лет	4.9%
от 2 до 3 лет	16.5%
от 3 до 5 лет	53.9%
> 5 лет	6.0%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	5.71%	1.5
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.27%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	7.88%	6.5
Банки	7.83%	1.5
Корп 1 эшелон	7.15%	2.5
Корп 2 эшелон	7.92%	2.0

Продажи в ОФЗ в пятницу как реакция на не обыгранное внутренним рынком долга снижение мировых фондовых площадок в четверг; активность на вторичном рынке по-прежнему низкая по причине налоговых выплат и повышенных уровней ставок РЕПО

В пятницу в рублевом долге предсказуемо шли продажи – как реакция на сильное снижение американских индексов и очередной виток спроса на защитные активы, которые имели место уже после закрытия торгов на внутреннем рынке долга в четверг. В сегменте ОФЗ при высоких оборотах продавались традиционно ликвидные выпуски с дюрацией более 3 лет, потерявшие 30-50 бп. Наибольшие ценовые потери отмечены в **ОФЗ 26205** (–87 бп, YTM 7.99%), в связи с чем аномально низкий спред **ОФЗ 26205-ОФЗ 26204** расширился до 10 бп с 5 бп в четверг. Традиционный уровень с начала обращения 10-летнего выпуска – 26 бп, и в пятницу мы рекомендовали покупку спреда с минимальной целью на уровне его названного исторического уровня, независимо от дальнейшего состояния глобальной и внутренней конъюнктуры.

В корпоративных выпусках активность пятничных торгов была существенно ниже. В этой связи в первом эшелоне интересные истории отсутствовали, во втором эшелоне продолжились продажи в выпусках Сибметинвест: **Сибметинвест-2** снизился на 23 бп (YTW 8.48%). Спред **Сибметинвест-1-ОФЗ 25076** в последние дни расширился, составив в пятницу 206 бп против традиционных для последних трех месяцев 160-170 бп, однако мы не считаем сложившуюся ситуацию сигналом для покупок из-за ожидания опережающих продаж в корпоративных выпусках в сравнении с государственными при сценарии дальнейшего ухудшения конъюнктуры.



Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Денежный рынок

События денежного рынка

22 авг	Завершение уплаты 1/3 НДС за 2К 2011 (RUB125-135 млрд.)
23 авг	Депозитный аукцион Минфина на RUB95 млрд. (расчеты на след. день)
24 авг	Аукцион ОФЗ 25079 на RUB25 млрд. (расчеты в день аукциона)
24 авг	Возврат Минфину RUB20 млрд. с депозитов банков
25 авг	Уплата НДС и акцизов на RUB215-230 млрд. (НДС - RUB160-175 млрд.)
29 авг	Уплата налога на прибыль (RUB190-200 млрд.)

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	3.50/3.85	3.60	4.00	3.65/3.85
2-й круг	3.75/4.25	3.50	4.25	3.75/4.25

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
3.50-3.85	3.60-4.00	3.65-3.85

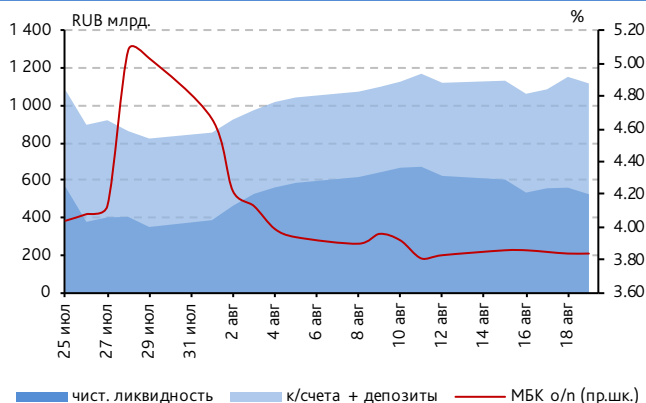
Ликвидность пойдет на снижение из-за налогов, депозитный аукцион Минфина всех потерь не компенсирует – роста ставок не избежать

Отток средств из банковской системы в пятницу продолжился. Лишь половина изъятых с корсчетов средств (–RUB62.0 млрд. до RUB678.1 млрд.) поступила на депозиты в ЦБ (+RUB31.9 млрд. до RUB409.2 млрд.). Как следствие, общий объем остатков на корсчетах и депозитах снизился до RUB1.09 трлн., а чистая ликвидная позиция опустилась до RUB494.4 млрд., виной этому служит налоговый период, очередной этап которого будет отмечен сегодня завершением уплаты НДС.

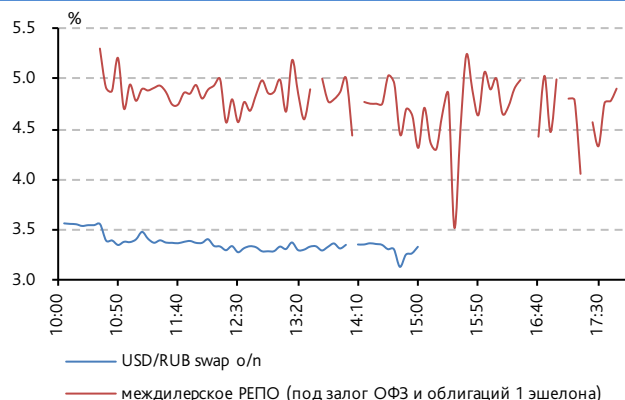
Однако отток ликвидности пока не достиг опасных величин, оттого стоимость фондирования на денежном рынке остается в норме. Итоговая ставка МБК overnight для банков 1-го круга подросла лишь на 10 бп до 3.65-3.85%. Ставки междилерского РЕПО сравнялись за счет повышения средневзвешенной ставки по сделкам под залог облигаций 1-го эшелона до 4.77% (+8 бп) при стабильной стоимости средств под залог ОФЗ в 4.78%.

Снижение объема рублевой ликвидности банков из-за значительных выплат по налогам на этой неделе станет определяющим фактором для роста ставок денежного рынка и ограниченного спроса на аукционах. Максимальный объем средств, который банки завтра смогут привлечь на депозитном аукционе Минфина RUB95 млрд., способен покрыть лишь 25% приходящихся на неделю выплат прогнозируемым объемом более RUB400 млрд. Только на налоги – уплату НДС сегодня и уплату НДС и акцизов в четверг приходится RUB125-135 млрд. и RUB215-230 млрд. соответственно. Ситуация осложняется тем, что в перерыве между налогами банкам предстоит вернуть Минфину с депозитов RUB20 млрд. (24 августа), а аукционы **ОФЗ 25079** и **ОБР-20** могут «оттянуть» еще до RUB35 млрд. Таким образом, предоставляемые Минфином средства могут лишь ослабить напряженность на рынке, но полностью уберечь от значительного оттока средств с последующим удорожанием фондирования (на 20-50 бп по нашим оценкам) не способны.

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Рубль сдает позиции ввиду противоречивого внешнего фона, снижения цен на нефть и слабой поддержки со стороны экспортеров

По итогам пятницы рубль подешевел к бивалютному ориентиру всего на 4 копейки до RUB34.82, однако в течение дня максимальная цена корзины достигала и RUB34.95. В числе определяющих факторов для рубля на этой неделе – состояние внешнеэкономической ситуации и динамика сырьевых котировок. Сохранение противоречивого внешнего фона и волатильной цены на нефть (Brent на утро понедельника опустилась до USD105.8/барр.) препятствуют его укреплению. В помощь рублю – сужение предложения рублевой ликвидности из-за налогов и экспортеры, которые способны увеличить продажи валютной выручки с приближением крупных отчислений по НДС и налогу на прибыль (25 и 29 августа) и благодаря росту курса доллара к рублю. Если настроения на глобальных рынках до конца недели улучшатся, рубль еще может укрепиться, но в случае ухудшения внешнего фона – максимум, что можно ожидать, на наш взгляд, – боковой тренд курса рубля против бивалютной корзины.



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



Кредитные комментарии

Альянс Ойл опубликовала неплохую отчетность по МСФО за 1П 2011; рост долговой нагрузки остается главным риском для компании; еврооблигации оценены справедливо

В минувшую пятницу небольшая нефтяная компания Альянс Ойл опубликовала консолидированную отчетность по МСФО за 1П 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Операционные показатели Альянс Ойл во 2К 2011 г. ожидаемо выросли в годовом выражении (+42% по выручке и +42% по EBITDA), но продемонстрировали более скромную динамику в квартальном выражении. Увеличение выручки во многом обеспечено ростом цен на сырую нефть марки Urals, а также наращиванием объемов добычи нефти до 7.9 (+2.6% относительно 1П 2010 г.) и объемов ее переработки до 13.1 млн. барр. (+13%). Хотя уровень рентабельности по EBITDA сохранился на уровне прошлого года, во 2К 2011 г. на него начало оказывать негативное влияние рост цен на нефть, закупаемую для Хабаровского НПЗ, а также расходы на ее транспортировку. Изменение экспортных пошлин на бензин и нефть также оказали давление на рентабельность компании.

Несколько неблагоприятное впечатление произвела динамика операционного денежного потока компании, который во 2К 2011 г. снова стал отрицательным. При очень высоком объеме инвестиционной программы, а капитальные затраты за 1П 2011 г. уже превысили аналогичный показатель за весь 2010 г., от компании потребуются дальнейшее увеличение долговой нагрузки.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ АЛЪЯНС ОЙЛ

МСФО, USD млн.	1П 2010	2010	1П 2011	2К11/1К11	1П11/1П10
Выручка	1,033	2,196	1,463	16%	42%
Сырая нефть	189	398	244	-2%	29%
Нефтепереработка	825	1,756	1,192	19%	45%
EBITDA	251	438	357	-17%	42%
Чистая прибыль	80	226	146	-38%	83%
Чистый операц. денежный поток	-17	204	91		
Капвложения и M&A	261	655	552	-34%	111%
Свободный денежный поток	-275	-447	-449		64%
Совокупный долг, в т.ч.	920	1,040	1,665	26%	81%
краткосрочный долг	232	127	78	-37%	-67%
Денежные средства и эквиваленты	307	99	222	104%	-27%
Активы	2,983	3,347	4,380	12%	47%
Показатели					
EBITDA margin	24%	20%	24%		
EBITDA/проценты	23.7	23.2	28.3		
Долг/EBITDA*	3.7	2.4	3.1		
Чистый долг/EBITDA*	2.4	2.1	2.6		
Долг/Собственный капитал	0.6	0.6	0.8		

* значение EBITDA за последние 12 месяцев

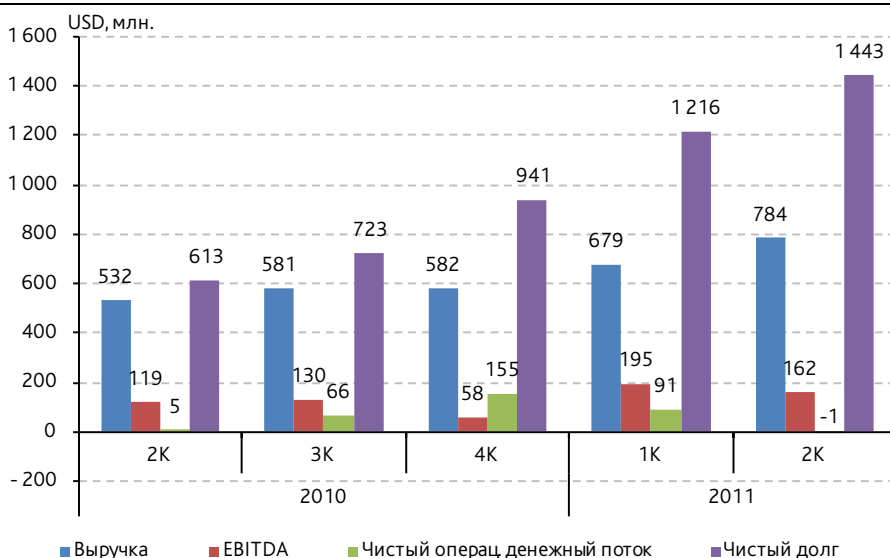
Источник: данные компании, НБ «Траст»

На данный момент ситуацию с долгом Альянс Ойл сложно назвать безопасной: показатель «Долг/EBITDA» по итогам 1П 2011 г. превысил значение 3.1х, тогда как ковенанты по еврооблигациям требуют его удержания ниже 3.5х. Учитывая обширную инвестиционную программу на весь 2011 г. в размере около USD1 млрд., мы ожидаем дальнейшего увеличения совокупного долга компании и приближения долговой нагрузки к критическому значению.

Альянс Ойл в середине июня 2011 г. разместила 2 выпуска рублевых облигаций совокупным объемом RUB10 млрд. на крайне выгодных для себя условиях. Более того, компания сообщает, что RUB3 млрд. из размещенного объема были переупакованы в валютный долг, что не самым положительным образом скажется на ликвидности этих облигаций. Сейчас оба выпуска предлагают премию к кривой ОФЗ в размере всего 160-170 бп, что выглядит слишком агрессивно для компании с рейтингом уровня single-B и таким высоким левереджем. Еврооблигации, напротив, при премии к кривой Газпрома более 400 бп выглядят привлекательно, однако в текущей напряженной ситуации на международных рынках маловероятно, что евробонды Альянс Ойл будут сужать этот spread.

Альянс Ойл	NR/B+/B
МСФО, 1П 2011	
Выручка, USD млн.	1,463
EBITDA margin	24%
Долг/EBITDA	3.1

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ АЛЬЯНС ОЙЛ



Источник: данные компании, НБ «Траст»



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

Новый налоговый режим для нефтяной отрасли вступит в силу с 1 октября 2011; на первом этапе более уязвимыми игроками будут Башнефть, Альянс Ойл и Татнефть, хотя, скорее всего, выпадающие доходы им могут быть компенсированы

КОММЕНТАРИЙ

В пятницу на совещании у вице-премьера Игоря Сечина был окончательно согласован проект постановления правительства, предусматривающий введение новой формулы расчета экспортных пошлин на нефть и нефтепродукты уже с 1 октября 2011 г. (в случае подписания премьер-министром). Ставки экспортных пошлин на темные и светлые нефтепродукты будут унифицированы на уровне 66% от пошлины на нефть, после чего в 2015 г. пошлина на темные нефтепродукты будет повышена до 100%. Сама экспортная пошлина на нефть будет снижена с 65 до 60% от разницы между ценой мониторинга нефти и ценой отсечения. Наконец, на неопределенный срок решено оставить повышенную экспортную пошлину на бензин в размере 90%.

Мы неоднократно писали о том, что действующий налоговый режим, при котором российские компании получают стимул перерабатывать нефть и экспортировать продукты на более выгодных условиях, имеет свои недостатки. Так, первая проблема состоит в том, что разведка и добыча на крупнейших месторождениях Западной Сибири в последние годы неуклонно сокращаются. Вторая проблема – перерабатывающие мощности постепенно устаревают, а инвестировать в их развитие невыгодно, так как пошлины на темные нефтепродукты (низкая степень переработки) гораздо ниже, чем на светлые нефтепродукты (высокая степень переработки).

Таким образом, имеющиеся сейчас стимулы не дают вертикально интегрированным нефтяным компаниям (ВИНК) повышать добавленную стоимость, а государство получает значительно меньшие налоговые поступления. В кризис проблема бюджетного дефицита встала наиболее остро, и налоговая реформа нефтяной отрасли вполне справедливо представилась государству разумным решением всех вышеупомянутых проблем. В результате широкой дискуссии профильные министерства сошлись пока на решении выровнять ставки экспортных пошлин на светлые и темные нефтепродукты до уровня 66% от экспортной пошлины цены, в то время как сейчас диспаритет между пошлинами на светлые и темные нефтепродукты составляет, соответственно, порядка 70% и 40%.

Итоговое решение представляется нам разумным компромиссом для российской нефтяной отрасли, глубина переработки в которой не слишком велика. С одной стороны, переработка не обременяется избыточно. Напомним, что в ходе предварительных обсуждений Минфин исходил из планов установления пошлины на

нефтепродукты в размере 85-90%, что было бы очень чувствительно для денежных потоков нефтяников. С другой стороны, государство не намерено давать послабления для темных нефтепродуктов до 2013 г. и, вопреки ранним обсуждениям, и на них сразу вводится повышенная пошлина.

Последний момент имеет умеренно негативные последствия для нефтяных компаний с большим перерабатывающим бизнесом и/или для тех, добывающие мощности которых уступают перерабатывающим. К таким компаниям мы относим Башнефть, Татнефть и Альянс Ойл. Их денежные потоки могут потерять от нововведений до нескольких миллиардов рублей. Правительством рассматривается вариант возмещения выпадающих расходов указанным компаниям в виде снижения НДС по ряду проектов, однако конкретных решений пока не принято.

Акцентируем отдельное внимание, что заградительные экспортные пошлины на нефть (прямогонный бензин) неизбежно приведут к замедлению или даже снижению внутрироссийских цен на нее. Это выглядит позитивно для нефтехимических компаний, которые полностью закупают нефть на внутреннем рынке. Из российских эмитентов облигаций такой компанией является НКНХ, закупающая нефть у аффилированной группы ТАИФ.

Мы считаем новость умеренно негативной для кредитного профиля Башнефть, Татнефть и Альянс Ойл. Облигации **Татнефть БО-1**, торгующиеся с дисконтом к рублевой кривой Газпром-Лукойл, мы находим оцененными неадекватно и рекомендуем ликвидировать позиции в них. Спред Башнефти к нефтяным blue chips представляет справедливым. Более подробно об облигациях Альянс Ойл см. комментарий выше.



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

Норникель выставил UC Rusal новую оферту на выкуп собственных акций; в случае отказа акции будут выкуплены с рынка; Fitch уже успела негативно отреагировать, но бонды вряд ли откликнутся

Как сообщают Ведомости, Норильский никель выставил UC Rusal новую оферту на выкуп собственных акций.

КОММЕНТАРИЙ

Норникель предлагает заплатить UC Rusal USD8.75 млрд. за 15% собственных акций, что предполагает премию около 20% к средневзвешенной цене акций компании на LSE за последние 6 месяцев. Это уже третья по счету оферта, которая вполне может оказаться и последней: в случае отказа алюминиевой компании Норникель планирует начать выкуп акций с рынка и потратить на эти цели до USD4.5 млрд.

Если оферта будет принята, Русал получит денежные средства, покрывающие более 70% его совокупного долга. Безусловно, большая часть этих средств будет потрачена на снижение долговой нагрузки, что, в конечном счете, приведет к отмене Соглашения о реструктуризации, заключенного с западными кредиторами, и полностью развяжет UC Rusal руки в отношении новых M&A сделок и органической инвестиционной программы. Для Норникеля этот исход будет означать следующее: во-первых, увеличение долговой нагрузки в терминах «Долг/EBITDA» до 1.0-1.2х, так как на осуществление выкупа компания привлечет до USD4.5 млрд. нового долга; а во-вторых, уменьшение напряженности акционерного конфликта, который остается главным риском для кредиторов компании. При всех положительных моментах такого решения вопроса, на наш взгляд, новая оферта все же будет отвергнута, и Норникель будет выкупать акции с рынка.

В этом случае долговая нагрузка Русала в среднесрочной перспективе не изменится, а Норникелю не придется увеличивать долг на столь существенную сумму. Однако корпоративный конфликт в компании сохранится и вряд ли будет разрешен мирным путем, что продолжит оказывать негативное влияние на отношение рейтинговых агентств к компании.

В частности, Fitch уже успело отреагировать, понизив рейтинг Норникеля на одну ступень и лишив его тем самым одного из рейтингов инвестиционной категории. Именно новый виток корпоративного конфликта и следующее за этим снижение прозрачности компании были основными мотивами для рейтингового действия.

Норильский никель	Baa2/BBB-/BB+
МСФО, 2010	
Выручка, USD млрд.	12.8
EBITDA margin	58%
Долг/EBITDA	0.4

Русал	NR
МСФО, 1К 2011	
Выручка, USD млрд.	3.0
EBITDA margin	25%
Долг/EBITDA	4.1

Рублевые облигации Норникеля полностью игнорируют негативный новостной фон вокруг компании, поэтому даже снижение рейтинга на одну ступень вряд ли приведет к увеличению доходности этих облигаций. Рублевые бонды Русала предлагают премию к кривой Евраза в размере около 70-90 бп, что выглядит привлекательно в особенности в том случае, если oferta Норникеля все же будет принята.



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

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
17 авг	Держава АКБ-1	0.3	10.25%	1*	10.50%
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%

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
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%	8.10%	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
29 сен	Ай Теко-1	0.6	12.50%	н.д.	1
29 сен	МИК-2	1.0	13.75%	н.д.	4

* срок до ближайшей оферты, лет

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
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
22 сен	НОК-2	0.2

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

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

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 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 понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Дирекции анализа экономики и финансовых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными 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.