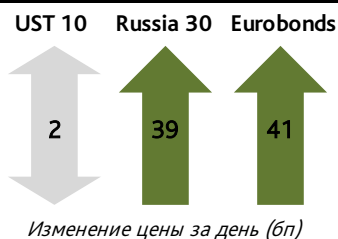


Навигатор долгового рынка

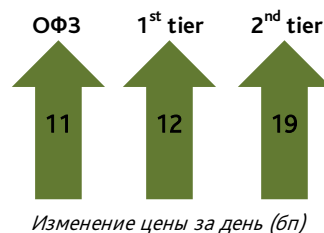
Глобальные рынки и еврооблигации

- После заседания Комитета по операциям на открытом рынке ФРС состоится пресс-конференция Б. Бернанке
- Рынок жилья остается «ахиллесовой пятой» экономики США
- Греция – ни дня без повода для беспокойства; правительство получило вотум доверия в парламенте, но позитив был краткосрочным
- Итоги торгов по еврооблигациям: оптимизм в отношении Греции помог рынку выйти в плюс; солидный рост в суверенном сегменте
- Российский долговой рынок: колебания в котировках будут незначительными в преддверии решений ФРС
- Беларусь получила первый транш кредита ЕврАзЭС на USD800 млн.; положительный эффект на госбумаги будет недолгим



Рублевые облигации и денежный рынок

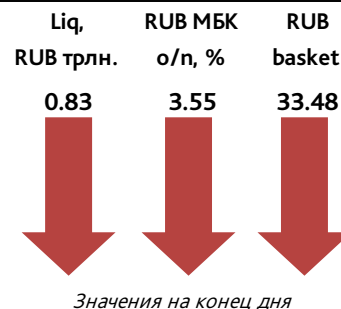
- Минфин не дал премии на аукционе ОФЗ 25079, по ОФЗ 26204 премия присутствует – ждем размещения по верхним границам диапазонов ведомства с продажей всего объема 4-летнего выпуска и не более половины 7-летнего
- Вторичные торги в рублевом долге: преобладание покупок по всему рынку
- Московский Кредитный Банк закрыл книгу заявок по облигациям серии БО-5; не ожидаем роста котировок бумаг на вторичном рынке
- Ставки, вопреки значительному расширению ликвидности, не спешат снижаться
- Tele2 Russia снизило ориентиры по доходности по дебютным выпускам облигаций в объеме RUB13 млрд. до 8.75-9.00%. Нижняя граница предлагает премию к бумагам ВымпелКома более 60 бп, что по-прежнему выглядит привлекательно



Кредитные комментарии

- Татнефть: результаты 1К 2011 г. по US GAAP оказались сильными, компания продолжает снижать стоимость собственного долга; резкого роста долговой нагрузки не ожидаем; бумаги непривлекательны для покупок
- Вчера на LSE начались торги акциями нового Уралкалия, что может стать сигналом для начала активных торгов рублевыми облигациями компании. Формально сделка была завершена 16 июня. Сейчас небольшой пакет облигаций эмитента можно купить с доходностью около 7.40%, что близко к справедливым значениям
- S&P изменило прогноз по рейтингу «В» Крайинвестбанка на «позитивный» со «стабильного»; потенциал роста котировок облигаций серии БО-1 не превышает, на наш взгляд, 20-30 бп

Индикаторы FX/MM



Российская макроэкономика

- Макроданные мая вселяют оптимизм; акцент на рост инвестиций, потребительской активности; повышение ставок ЦБ в июне маловероятно

Макроцифра

7.4% - прирост инвестиций
в мае 2011

Последние обзоры

14 июня	Украинские еврооблигации: в плену страновых рейтингов
10 июня	Стратегия долговых рынков - июнь 2011 г.
8 июня	Розничные банки: кризисные риски ушли, а премии остались
20 мая	Русал: второй эшелон по цене третьего
19 мая	Промышленность: темпы замедляются, риски возрастают

Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

18.00 МСК	Индекс цен на жилье в США за апрель
18.30 МСК	Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в США
20.30 МСК	Пресс-релиз заседания Комитета по операциям на открытом рынке ФРС США
22.15 МСК	Пресс-конференция главы ФРС Б. Бернанке

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	◀▶	206	0
UST10	◀▶	2.98	+0.02
Russia 30 – UST10	▲	143	-8
EUR/USD	▼	1.4406	+0.7%
Oil (Brent)	▲	111.2	-0.4%
VIX	▲	18.86	-1.13

После заседания Комитета по операциям на открытом рынке ФРС состоится пресс-конференция Б. Бернанке

Как и в день проведения первой пресс-конференции по итогам заседания ФРС 26-27 апреля, сегодняшнее выступление Б. Бернанке вновь вносит коррективы в типичный «распорядок дня» заседания регулятора. Протокол собрания будет обнародован в 20:30 МСК, пресс-конференция состоится в 22:15 МСК. Дабы не создавать излишнюю волатильность на рынке UST, ФРБ Нью-Йорка не будет проводить сегодня выкуп госбумаг.

Прошлая пресс-конференция Б. Бернанке была преимущественно посвящена стратегии выхода из состояния мягкой монетарной политики – без указания сроков, когда оно начнется. Как показал обнародованный позже протокол апрельского заседания, члены Комитета по операциям на открытом рынке весьма подробно рассматривали сценарии и инструменты exit strategy.

Сегодня по опыту апрельского заседания рынки, видимо, получают обновленное видение ФРС по ключевым экономическим показателям на 2011-2012 гг. Каких комментариев ждем мы? Прежде всего, мы не считаем, что ФРС оставит без внимания майскую статистику по занятости. С учетом того, что регулятор по-прежнему не видит долгосрочных инфляционных рисков, мы полагаем, что именно занятость будет являться преобладающей задачей мандата американского центробанка и объектом его пристального внимания.

Вместе с тем мы по-прежнему надеемся на комментарии о завершении QE2 и взгляд ФРС в части потребностей экономики в новых стимулах. На текущем этапе мы не сомневаемся, что ФРС приостановится в выкупе UST. Однако призываем не забывать, что при пока не работающих традиционных инструментах монетарной политики (ставка Fed Funds) именно покупка активов остается единственным действенным механизмом в руках ФРС для регулирования уровня реальных ставок в экономике – которые, собственно, в значительной степени определяются доходностью UST.

Напомним, что фактически единственное твердое заявление от ФРС касательно жизни после QE2 прозвучало на тему политики реинвестирования поступлений от агентских бумаг в UST – центробанк полон решимости его прекратить. При этом мы думаем, что продолжение реинвестирования купонных доходов от находящихся на балансе ФРС агентских бумаг было бы наименьшим из всех зол в случае, если ведомство столкнется с необходимостью реализации QE3. А мы, как и в начале года, все же сомневаемся в устойчивости восстановительного тренда на рынке труда и в экономике и, соответственно, ждем новых порций стимулов.

Рынок жилья остается «ахиллесовой пятой» экономики США

Как стало известно во вторник, объем продаж на рынке вторичного жилья в мае упал на 3.8% до 4.81 млн. домов с пересмотренного в сторону уменьшения показателя за апрель, составившего 5 млн. домов. Рынок ждал снижения показателя за май на 5%. Стоит отметить, что количество проданных объектов жилой недвижимости в прошлом месяце было минимальным за последние полгода.

Мы уже не раз указывали на то, что основными болевыми точками экономики США в настоящий момент являются не инфляция, а именно рынок жилья и безработица. В этом свете опубликованная накануне статистика представляется нам еще одним доводом в пользу если не наращивания, то хотя бы «несворачивания» стимулирующих мер со стороны Федрезерва после завершения QE2.

Греция – ни дня без повода для беспокойства; правительство получило вотум доверия в парламенте, но позитив был краткосрочным

Парламент Греции во вторник выразил вотум доверия обновленному правительству страны, устранив тем самым одно из самых главных препятствий на пути получения

Афинами очередного кредитного транша от ЕС и МВФ. Мировые рынки отреагировали на данную новость вполне ожидаемо – европейские и американские торговые площадки закрылись в плюсе, евро укрепился к доллару до максимального с 15 июня уровня 1.4423, доходность 10-летних гособлигаций Греции снизилась на 30 бп, а 5-летний страновой CDS-спред сжался на 80 бп.

Тем не менее «передышка», предоставленная рынкам греческими парламентариями, оказалась недолгой – инвесторы вспомнили о «дамокловом мече» в виде голосования по вопросу новых мер бюджетной экономии, которое должно состояться в парламенте Греции 28 июня. В итоге уже в среду с утра доходность 10-летних бумаг данной «периферийной» страны возросла на 60 бп, полностью стерев весь вчерашний положительный эффект. Единая европейская валюта подешевела к доллару до 1.4374.

В среду свое видение ситуации в еврозоне вновь представил глава PIMCO. По его мнению, Греция и другие европейские страны в течение ближайших трех лет могут пойти на дефолт для решения своих экономических проблем. При этом он не исключил возникновение нового мирового кризиса в случае отказа Греции платить по своим долгам.

Мы позволим себе не согласиться со столь апокалиптическим сценарием. В нашем понимании, именно угроза разрастания локального кризиса в Греции на всю еврозону и далее – на всю мировую экономику, подтолкнет финансовых «рулевых» как в Афинах, так и в других центрах принятия решений к мощным скоординированным действиям по преодолению долговой проблемы.

Итоги торгов по еврооблигациям: оптимизм в отношении Греции помог рынку выйти в плюс; солидный рост в суверенном сегменте

Надежды на положительный итог голосования по вотуму доверия правительству Греции (состоялось уже после закрытия торгов в России) помогли российскому рынку еврооблигаций немного выправиться после почти недельного снижения. При этом суверенный сегмент рынка показал дружный солидный рост котировок.

Нефтегазовый сектор порадовал евробондами Новатэка и длинными бумагами ТНК-ВР, подорожавшими в пределах 20-30 бп. Долгосрочные выпуски Газпрома также подросли в цене, но на меньшую величину – около 15 бп. Во втором эшелоне лидером стали еврооблигации ВымпелКома – долгосрочные подорожали на 20-40 бп. Спросом также пользовались бумаги Совкомфлота и выпуск РЖД в фунтах – **Sovcomflot 17** подорожал на 30 бп, а **Russian Railways 31P** – на 40 бп. Хорошие результаты показали также евробонды **Alrosa 20** (+30 бп) и **Koks 16** (+20 бп). Реакции в евробондах Северстали на сообщения о возможном размещении новых бумаг на USD500 млн. в июле не последовало – выпуски компании подорожали по итогам вторника на 5-10 бп. В банковском секторе мы бы хотели обратить внимание на длинные выпуски Сбербанка, среди которых есть и относительно новый **SberBank 21**, подорожавший на 40 бп.

Суверенные бумаги также получили во вторник шанс восстановить часть утерянных позиций. В итоге стоимость **Russia 30** выросла на 40 бп до 117.90% от номинала, а спред **Russia 30-UST10** сузился до 144 бп. Другие выпуски суверенных евробумаг РФ, включая и рублевый евробонд, также выросли в цене – в пределах 20-40 бп.

Российский долговой рынок: колебания в котировках будут незначительными в преддверии решений ФРС

Внешний фон, складывающийся в среду, достаточно противоречив. С одной стороны, еще чувствуются отголоски вчерашнего решения греческого парламента – азиатские фондовые индексы находятся в зеленой зоне. С другой – рынок начинает переключать внимание на другую рубежную дату греческой «долговой саги», 28 июня, и у инвесторов явно нет уверенности в гладком принятии новых поправок в бюджет Греции. В итоге фьючерс на S&P500 теряет порядка 0.2%. Кроме того, нефть снова теряет в цене, на этот раз из-за опасений снижения спроса на сырье в США и вероятно увеличения добычи со стороны стран ОПЕК. Баррель Brent торгуется на уровне USD110.9 против USD112.2 на вчерашнем закрытии основных торгов в России.

В целом мы ждем нейтрального открытия торгов на российском долговом рынке и считаем маловероятным сильные движения в котировках, принимая во внимание ключевое событие сегодняшнего дня – заседание ФРС и пресс-конференцию главы регулятора Б. Бернанке.

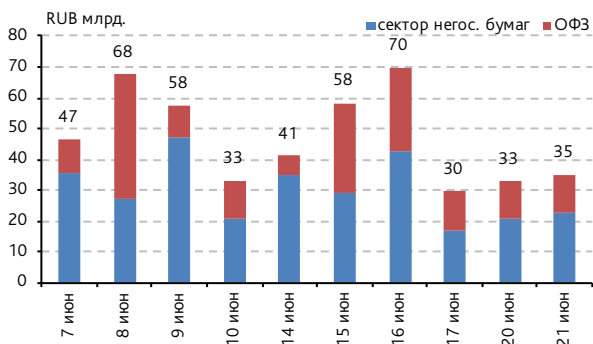


Алексей Тодоров
+7 495 647-23-62
aleksey.todorov@trust.ru

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

Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РГТС

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	17.6%
от 1 до 1.5 лет	17.4%
от 1.5 до 2 лет	9.0%
от 2 до 3 лет	18.4%
от 3 до 5 лет	27.8%
> 5 лет	9.8%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

короткие ОФЗ	5.43%
средние ОФЗ	7.57%
длинные ОФЗ	8.20%
корпоративные	7.41%
1-й эшелон	5.86%
2-й эшелон	7.02%

по соответствующим ценовым индексам TRI (Trust Ruble Index)

Минфин не дал премии на аукционе ОФЗ 25079, по ОФЗ 26204 премия присутствует – ждем размещения по верхним границам диапазонов ведомства с продажей всего объема 4-летнего выпуска и не более половины 7-летнего

Вчера около 17:00 МСК Минфин обнародовал индикативную доходность размещения на сегодняшних аукционах **ОФЗ 25079** (RUB10 млрд.) и **ОФЗ 26204** (RUB20 млрд.). По 4-летнему выпуску интервал ведомства составил 7.10-7.15%, по 7-летнему **ОФЗ 26204** – 7.90-8.00%.

В ОФЗ 25079 активность на вчерашних торгах не в пример понедельнику практически отсутствовала – оборот за день составил всего RUB400 млн. против RUB1.65 млрд. в первый день недели. Последняя сделка по выпуску прошла до появления ориентиров с доходностью 7.18%, средневзвешенная ставка по итогам вторника составила 7.11%. В предшествующие два торговых дня средневзвешенная доходность ОФЗ 25079 составляла 7.17%. Исходя из всего вышесказанного, мы готовы констатировать отсутствие премии со стороны ведомства по 4-летнему выпуску. При этом мы не видим факторов для заметных покупок в рублевом долге с открытия торгов, что могло бы придать привлекательность ориентирам Минфина. Несмотря на улучшение ситуации на внутреннем денежном рынке и рост на фондовом рынке США, commodities в виде нефти и основных промышленных металлов с утра торгуются ниже ценовых уровней на закрытие основных торгов на российском фондовом рынке. Средневзвешенная цена выпуска по итогам дня составила 100.02% от номинала (+19 бп к понедельнику).

По традиционно ликвидному ОФЗ 26204 до появления ориентиров сделки вчера шли преимущественно с доходностью 7.95-7.97%, с их обнародованием рыночная доходность снизилась до 7.98%, а доходности по котировкам bid/offer на конец дня стояли на 7.98%/7.94%. В итоге премия по 7-летнему выпуску присутствует. На вторичке вчера выпуск отторговался на уровне 98.39% от номинала в терминах средневзвешенной цены (YTM 7.96%), снизившись на 10 бп к понедельнику.

Каковы факторы для спроса? Налоговых выплат на текущей неделе не предвидится, а на аукционе по размещению бюджетных средств вчера Минфин отдал весь объем предложения (RUB40 млрд.) – однако мы не видим в этом существенной поддержки размещениям ОФЗ. При предъявленном спросе на бюджетные средства в RUB66 млрд. и минимальном с начала года уровне ликвидности в системе (снизившейся по итогам уплаты налога на прибыль в понедельник до чуть более RUB900 млрд.) мы не считаем, что банки запасались деньгами с ключевой целью купить облигации Минфина.

В части итогов размещения мы не думаем, что терпимость участников к длинным бумагам исчезает на факторе предстоящего 30 июня заседания ЦБ РФ по ставкам. Исходя из риторики ЦБ и ситуации с ликвидностью, вероятность их повышения мы рассматриваем как минимальную. Большие опасения вселяют постепенное охлаждение аппетита к риску на глобальных рынках, вышеупомянутая напряженность с ликвидностью и отсутствие ликвидного рынка на дальнем конце кривой ОФЗ.

В этой связи мы полагаем, что по 7-летнему выпуску Минфин будет отсекал заявки и размещать по верхней границе диапазона с целью сбора всех бидов участников. Однако и в этой ситуации мы не ждем размещения более трети – половины объема предложения в RUB20 млрд.

Мы ждем большего интереса со стороны участников к 4-летнему ОФЗ 25079 с ожиданием размещения всего объема, однако для этого Минфину придется

согласиться на размещение также по верхней границе своего диапазона ставок (7.15%). Впрочем, не стоит исключать, что по короткому выпуску ведомство «пожадничает» и в момент размещения, рассчитывая на возможность занять подешевле с приходом более удачной конъюнктуры.

Вторичные торги в рублевом долге: преобладание покупок по всему рынку

На внутреннем рынке долга во вторник в основных ликвидных выпусках превалировали покупки. В сегменте госбумаг активность по-прежнему преобладает в средней длине – наиболее торгуемым выпуском сегмента вчера был **ОФЗ 25077** (+10 бп в терминах средневзвешенной цены). Хорошие обороты при относительно большом числе сделок присутствовали в **ОФЗ 25076** (без изменений по итогам дня), а также в **ОФЗ 26202** и **ОФЗ 25075** (+10-12 бп по средневзвешенным ценам). Доразмещаемый на сегодняшнем аукционе Минфина 7-летний **ОФЗ 26204** просел на 10 бп по цене.

В первом эшелоне активность остается невысокой в силу практически отсутствующего спреда выпусков сегмента к ОФЗ (порядка 2 бп в терминах соответствующих Trust Ruble Index из семейства облигационных индексов, рассчитываемых НБ «Траст») и отсутствия интересных идей для покупок.

Во втором эшелоне покупались выпуски **Мечела** (2, БО-2, 15), прибавившие 5-12 бп по средневзвешенным ценам, наибольшая активность вновь присутствовала в **МТС-4** (+16 бп). Продажи наблюдались в выпусках **Башнефти** (1, 3), которые снизились на 10-14 бп.

Московский Кредитный Банк (B1/NR/B+) закрыл книгу заявок по облигациям серии БО-5; не ожидаем роста котировок бумаг на вторичном рынке

Московский Кредитный Банк (МКБ) вчера завершил формирование книги заявок инвесторов на покупку биржевых облигаций 5-й серии. Купон установлен на уровне 9.20%, что обуславливает YTM 9.41% к погашению через 3 года. Напомним, что объём выпуска составляет RUB5 млрд., а техническое размещение бумаг состоится завтра.

Установленные параметры предоставляют премию к кривой ОФЗ на уровне 280 бп. В то же время более короткие выпуски МКБ торгуются со спредом 290-300 бп на диапазоне 1.5-2.0 года. Мы считаем, что потенциал дальнейшего роста котировок нового выпуска на вторичном рынке ограничен.



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

Юлия Сафарбакова
+7 495 647-23-59
yulia.safarbakova@trust.ru

Денежный рынок

События денежного рынка

22 июн	Аукционы ОФЗ до RUB30 млрд. (расчеты в день аукциона)
22 июн	Расчеты по депозитному аукциону Минфина на RUB40 млрд.
22 июн	Возврат фонду ЖКХ RUB5 млрд. с депозитов банков
23 июн	Аукцион ОБР-19 (до RUB10 млрд., расчеты на след. день)
27 июн	Завершение уплаты НДС и акцизов (до RUB210-225 млрд.)
28 июн	Завершение уплаты налога на прибыль (до RUB190-220 млрд.)

RUB МБК o/n intraday

20 июн	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	3.50/4.00	3.50	3.65	3.50/3.75
2-й круг	3.75/4.25	3.40	4.00	3.65/4.15

Динамика внутри дня, 1-й круг за 21 июн		
УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
3.75-4.00	3.75-3.85	3.50-3.60

Ставки, вопреки значительному расширению ликвидности, не спешат снижаться, но их роста из-за налогов опасаться пока не стоит

Вчера банки перераспределили свои запасы средств в пользу корсчетов, которые выросли на RUB48.4 млрд. (до RUB695.9 млрд.), изъяв при этом с депозитов RUB24.2 млрд. (до RUB551.7 млрд.), что обусловлено, главным образом, подготовлением к сегодняшним аукционам ОФЗ. В результате, общий объем остатков на корсчетах и депозитах пополнился на RUB24.2 млрд., достигнув RUB1,248 млрд.

Однако ставки денежного рынка не спешат снижаться, несмотря на значительное расширение ликвидности. Межбанковские кредиты на 1 день вчера демонстрировали схожую с предшествующим торговым днем динамику, подешевев к закрытию лишь до 3.5-3.6%, что превышает ставку овернайт по депозитам с ЦБ в 3.5%. По-прежнему дорого стоит междилерское РЕПО на 1 день: 4.1% - под залог ОФЗ и 4.0% (+1 бп) – под залог облигаций 1-го эшелона.

Накопленных в банковской системе средств достаточно, чтобы покрыть потребность в ОФЗ и ОБР на предстоящих сегодня и завтра аукционах. В этой связи несколько любопытной выглядит ситуация на вчерашнем депозитном аукционе Минфина, где при фактическом размещении всего заявленного объема в RUB40 млрд. «переспрос» составил 65% от размещения. Интерес к бюджетным средствам может быть обусловлен ростом привлекательности ставки по этим аукционам в сравнении с подросшей стоимостью РЕПО (4.02% чуть более чем на 3 месяца против 4.0-4.1%). Из ближайших значимых событий для ликвидности - налоговые выплаты в начале следующей недели – всего RUB400-445 млрд., источником финансирования для которых станут RUB450 млрд. от погашения ОБР-18, «задержавшиеся» в платежной системе. Как следствие, мы не ожидаем существенного превышения ставок денежного рынка ни на этой, ни на следующей неделе, за исключением возможного кратковременного их подъема на 20-40 бп в дни налоговых выплат.

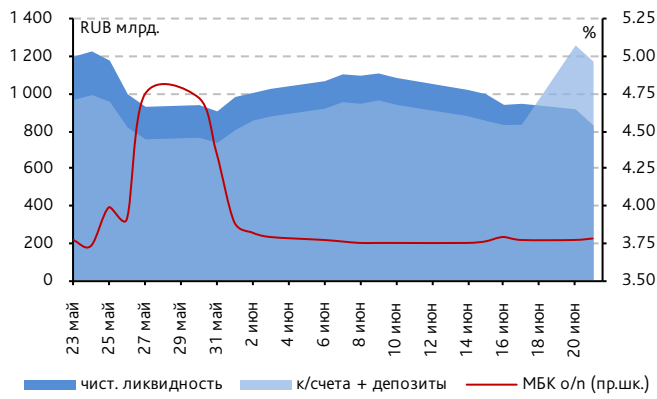
Рубль подрос при небольшой коррекции цен на нефть и бегства от риска на зарубежных площадках

Неоднозначный внешний фон, обострение проблем в Греции, так и за ее пределами порождает переменчивые настроения участников валютного рынка. Вчера рубль несколько укрепился к бивалютной корзине, цена которой в течение торгов опускалась с RUB33.52 на открытие до RUB33.47, завершив день по RUB33.49. На волатильности курса сказывается в том числе и низкая активность торгов, характерная для летнего периода. Нефтяные котировки корректируются вверх внутри дня, но в целом сохраняется тенденция если не к снижению, то к стабилизации на текущих уровнях. Поддержка со стороны продаж валюты экспортерами может стать заметной, начиная с пятницы, накануне налоговых дат (27 и 28 июня), однако против рубля – существенное расширение предложения рублевой ликвидности после погашения ОБР-18 на RUB447 млрд.

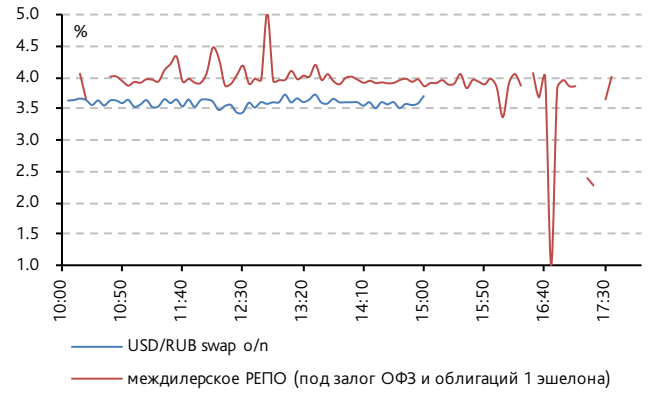


Мария Помельникова
+7 495 789-35-94
maria.pomelnikova@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов о/н intraday



Российская макроэкономика

Макроданные мая вселяют оптимизм; акцент на рост инвестиций, потребительской активности и улучшение на рынке труда; повышение ставок ЦБ в июне маловероятно

Вчера ФСГС опубликовала довольно оптимистичные данные по социально-экономическим индикаторам России за май 2011 года.

ТАБЛИЦА. МАКРОИНДИКАТОРЫ, % ГОД К ГОДУ

	март 11	апр 11	май 11	январь-май 11	май 10	январь-май 10
Промпроизводство	5.3	4.5	4.1	5.2	12.6	10.3
Инвестиции	-0.3	2.2	7.4	2.0	5.6	-0.8
Строительство	4.2	-1.9	1.9	0.8	-5.0	-8.2
Оборот розн. торговли	5.1	5.6	5.5	5.2	7.0	4.0
Реальные расп. доходы	-3	-3.2	-7.0	-3.7	1.7	5.6
Реальная зарплата	2.4	2.4	2.6	2.0	5.8	4.2
Безработица, %	7.2	7.1	6.4	-	7.3	-

Источники: ФСГС, НБ «Траст»

КОММЕНТАРИЙ

Новые данные оставляют положительное впечатление. Более чем трехкратное ускорение роста инвестиций (до 7.4% г/г против 2.2% г/г в апреле) впечатляет прежде всего тем, что возникло на фоне сравнения с довольно высокой базой аналогичного периода 2010 г. (5.6% г/г). Показатели инвестиций в основной капитал и активности в строительстве наконец-то «отыграли» опережающую динамику спроса на инвестиционные товары, о которой мы не раз упоминали в более ранних обзорах. С одной стороны, новые данные регистрируют ускорение роста инвестиционных расходов, которые традиционно начинают «раскачиваться» по мере приближения к концу года. С другой стороны, они отражают позитивную динамику выпуска машин и оборудования, а также производств, связанных со строительством. Свою лепту вносит обусловленный подготовкой к квартальной сдаче объектов рост объемов работ в строительстве, который формирует значительную долю общего индекса. По этой же причине совокупный показатель строительных работ в мае впервые вышел в положительную область, достигнув 1.9% г/г против падения на те же 1.9% г/г в апреле.

Отметим, что согласно альтернативному индикатору инвестиций, по версии журнала «Эксперт», в феврале-апреле 2011 г. общий объем заявленных и запущенных инвестиционных проектов превысил USD27.5 млрд., причем как мы и опасались, госинвестиции продолжают вытеснять частные вложения (в соотношении 3:1), причем сужение частных инвестиционных возможностей во многом обусловлено ростом налоговой нагрузки.

Хотя темпы роста оборота розничной торговли в 5.5% г/г выглядят несколько разочаровывающими на фоне нашей оценки в 6.3% г/г, сохранение их практически на том же уровне, что и месяцем ранее, свидетельствует об устойчивости тенденции роста потребления. Некий оптимизм в розничной торговле, на наш взгляд, необходимо связывать с более динамичным увеличением реальных зарплат (2.6% г/г против 2.4% г/г) при одновременном улучшении ситуации на рынке труда, где безработица снизилась с 7.1% до 6.4% в мае. Отметим, что «провал» реальных располагаемых доходов (-7% г/г против -3.2% г/г) мы в расчет не берем, поскольку возникнуть он мог после индексации пенсий в апреле и вследствие меньших продаж валюты населением в период летних отпусков, включаемых Росстатом в показатель. Если так, то углубление спада доходов населения непоказательно, имеет временный характер и длительного эффекта на физические объемы продаж оказать не должно.

Сохранение положительной динамики реальных зарплат, обусловленное в том числе улучшением финансового состояния компаний, в купе с поддержанием приемлемых темпов роста потребительских цен, способствует дальнейшему ускорению розничного товарооборота. Учитывая, что Росстат регулярно пересматривает данные по розничной торговле, после их обновления, показатель мая, скорее всего, будет повышен, отражая позитивную тенденцию в секторе.

Основным источником средств для потребителей сейчас служат не столько реальные зарплаты, увеличение которых обусловлено в том числе и улучшением финансового состояния компаний, сколько кредиты и сбережения. Согласно последним данным ЦБ, рост розничного портфеля кредитов в мае ускорился до 3.0%.

Если улучшение макропоказателей окажется продолжительным, это формально создаст возможность ужесточения монетарной политики на горизонте нескольких месяцев. Однако тенденция к замедлению инфляции на фоне сокращения темпов роста денежного предложения и ослабления продовольственного шока делает повышение ставок – по крайней мере во время летнего периода – маловероятным.



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

 Кредитные комментарии

Татнефть: результаты 1К 2011 г. по US GAAP оказались сильными, компания продолжает снижать стоимость собственного долга; резкого роста долговой нагрузки не ожидаем; бумаги непривлекательны для покупателей

КОММЕНТАРИЙ

Вчера Татнефть опубликовала финансовую отчетность за 1К 2011 года по US GAAP. Результаты превысили рыночные ожидания и в сравнении с историческими данными самой компании оказались сильными. В основном позитив был достигнут за счет высоких цен на нефть. Квартал завершился без сюрпризов для Татнефти, кредитный профиль которой смотрится крепким среди других эмитентов второго эшелона.

Основные статьи P&L показали очень хорошую динамику в начале 2011 года. Выручка почти достигла пиковых значений середины 2008 года, EBITDA и чистая прибыль и вовсе их превысили. Добыча Татнефти стагнирует уже на протяжении нескольких лет, поэтому неудивительно, что такие хорошие результаты были получены в основном за счет роста экспортной цены на сырую нефть.

Практически рекордный операционный денежный поток на фоне снижения инвестрасходов привел к тому, что Татнефти наконец-то удалось получить свободный денежный поток. Именно эти средства, насколько мы понимаем, и пошли на сокращение совокупного уровня долга.

Последний факт позитивен, однако не потому, что долговая нагрузка снизилась – это явление временное. Объясним почему... Пару недель назад проходила новость о скорой возможности привлечения нового крупного клубного кредита (USD550 млн.) по ставке LIBOR+220 бп. В то же время погашенными в 1К 2011 оказались части двух других крупных синдицированных кредитов. Ставки по ним предполагают премию к LIBOR от 240 до 410 бп, то есть такой операцией нефтяной компании, контролируемой Татарстаном, удалось в очередной раз удешевить долг.

В дальнейшем же мы ожидаем незначительного увеличения совокупного уровня долга Татнефти. Безусловно, необходимость финансировать строительство второй очереди нефтеперерабатывающего комплекса ТАНЕКО сохраняется. Для нас пока остается непонятным, в какой стадии находится проект. Насколько мы понимаем, первая его очередь должна начать генерировать денежные средства уже в этом году. По поводу второй очереди пока известно лишь, что Татнефть активно ищет средства для ее строительства. Сумма, которую компании необходимо потратить на протяжении 2011-2012 гг. – RUB30.3 млрд. – смотрится не столь угрожающей. Мы считаем, что она вполне посильна для Татнефти, операционный денежный поток которой ежегодно составляет в 1.5-2.0 раза большую цифру.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТАТНЕФТИ

US GAAP, RUB млрд.	2007	2008	2009	1К 10	2010	1К 11
Выручка	356	444	381	105	468	132
EBITDA	75	50	85	19	80	31
Чистая прибыль	44	9	57	14	51	25
Чистый операционный денежный поток	48	48	67	13	56	23
Капитальные вложения	34	60	89	18	78	13
Свободный денежный поток	14	(13)	(23)	(5)	(22)	10
Совокупный долг в т.ч.	14	51	88	95	109	96
<i>Краткосрочный долг</i>	5	6	71	71	34	34
Денежные средства и эквиваленты	13	13	13	24	8	11
Активы	370	393	496	513	567	583
Показатели						
EBITDA margin	21%	11%	22%	18%	17%	23%
EBITDA/проценты (x)	1,245	87	135	163	165	128
Долг/EBITDA (x)	0.2	1.0	1.0	1.1	1.4	1.0
Чистый долг/EBITDA (x)	0.0	0.8	0.9	0.8	1.3	0.9
Долг/Собственный капитал (x)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Татнефть	Ba2/WR/BB
<i>US GAAP, 1К 2011 г.</i>	
Выручка, RUB млрд.	132
EBITDA margin	23%
Долг/EBITDA	1.0

Единственный рублевый выпуск облигаций компании **Татнефть БО-1** смотрится непривлекательно – его доходность совпадает со ставками, присущими лидерами отечественной нефтяной отрасли – Газпрому, Новатэку, Лукойлу. Мы нейтрально оцениваем его перспективы, и считаем, что рыночная динамика будет оказывать на выпуск влияние в первую очередь. Сам выпуск имеет довольно низкую ликвидность.



Сергей Гончаров
+7 495 786-23-48
sergey.goncharov@trust.ru

Дирекция анализа долговых рынков

research.debtmarkets@trust.ru
+7 (495) 789-36-09

Руководитель дирекции

Леонид Игнатьев
+7 (495) 647-23-60
leonid.ignatiev@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

Кредитный анализ

Сергей Гончаров
+7 (495) 786-23-48
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

Дирекция финансовых рынков

sales@trust.ru
+7 (495) 647-25-92

Руководитель дирекции

Дмитрий Игумнов
+7 (495) 647-25-98
dmitry.igumnov@trust.ru

Торговые операции

Андрей Труфакин
+7 (495) 789-60-58
andrey.trufakin@trust.ru

Кирилл Коваленко
+7 (495) 647-25-97
kirill.kovalenko@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

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. Представленные 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. Иностранцы инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не 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, 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.