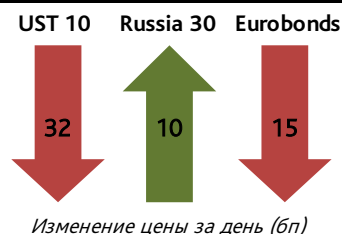


Навигатор долгового рынка

Глобальные рынки и еврооблигации

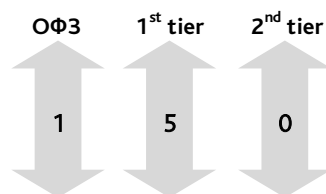
- Макроэкономические данные по **США** продолжают разочаровывать; занятость в частном секторе выросла, но рынок труда все еще слаб; **UST10** стабилен
- Швейцария** и **Японии** борются с укреплением нацвалют; Берн снизил ставки, а Токио провел очередную интервенцию; вероятен краткосрочный эффект
- ЕЦБ** не будет поднимать ставку, но и выкуп госбумаг не возобновит; доходности госбумаг **Италии** и **Испании** приостановили рост
- Итоги торгов по еврооблигациям:** корпоративные бумаги начали ощущать внешний негатив; отдельные выпуски все еще дорожают; активность в суверенном сегменте была невысокой
- Открытие торгов по еврооблигациям:** улучшение внешнего фона поддержит рынок, активность будет невысокой; в фокусе – решения ЕЦБ



Изменение цены за день (бп)

Рублевые облигации и денежный рынок

- Рынок забрал лишь половину объема на аукционе по **ОФЗ 26204**; доходность – 7.48%, по верхней границе диапазона; на вторичном рынке единой динамики не сложилось; наибольший спрос – снова в **БК Евразия-1**
- Ставки** идут на снижение благодаря госрасходам; до конца недели фон позитивный

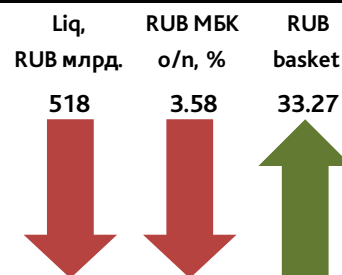


Изменение цены за день (бп)

Кредитные комментарии

- Газпром нефть:** рост финансовых показателей во 2К 2011 был несколько подпорчен снижением рентабельности от сдерживания цен на внутреннем рынке
- РусГидро** опубликовала хорошую отчетность по РСБУ за 1П 2011; долговая нагрузка незначительна, однако она будет расти по мере завершения M&A сделок
- ОГК-5** опубликовала неплохую отчетность по МСФО за 1П 2011; долговая нагрузка компании остается стабильной
- Евраз** повышает прогноз по EBITDA на 2К 2011, тем самым задавая хороший тон в преддверие сезона отчетностей металлургов
- СУЭК** опубликовал первую отчетность по МСФО после разделения энергетического и угольного бизнесов; рентабельность выросла
- Ferrexpo** опубликовал сильную отчетность за 1П 2011, но для рынка важнее новости о продаже контроля в компании и политическом давлении на собственника
- Fitch** отозвал рейтинг у **Астаны-Финанс**, зафиксировав его на уровне RD; с декабря 2010 так и не удалось договориться о реструктуризации
- Fitch** подтвердил рейтинг **Татарстана** на уровне «BBB-»; отличный повод обратить внимание на еврооблигации **SINEK 15**

Индикаторы FX/MM



Значения на конец дня

Российская макроэкономика

- Сезонное возвращение к **дефляции** не отменяет необходимости дальнейшего ужесточения монетарной политики осенью

Макроцифра

-0.1% – недельная дефляция

Последние обзоры

- 3 августа Ликвидность в 3К 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

12:30	Итоги аукционов по 3- и 4-летним бумагам Испании в объеме EUR3.5 млрд.
15:45	Пресс-релиз по итогам заседания ЕЦБ (16:30 – пресс-конференция Ж.-К. Трише)
16:30	Первичная и длящаяся безработица в США
19:00	Завершение выкупа ФРБ Нью-Йорка UST в объеме USD2.75-3.50 млрд.

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	◀▶	199	0
UST10	◀▶	2.63	+0.04
Russia 30 - UST 10	▼	139	-5
EUR/USD	▲	1.4325	+0.9%
Oil (Brent)	▼	113.5	-2.1%
VIX	▼	23.38	-1.41

Макроэкономические данные по США продолжают разочаровывать; занятость в частном секторе выросла, но рынок труда все еще слаб; UST10 завершила день без изменений в ожидании новых стимулов

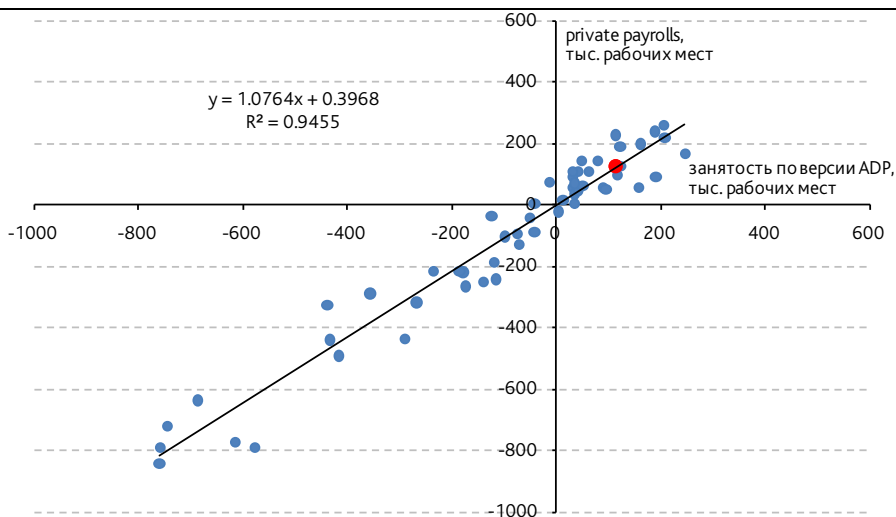
Макроэкономическая статистика, опубликованная в среду в США, в целом подтверждает опасения рынков – американская экономика замедляет темпы роста.

Индекс деловой активности в сфере услуг США (ISM Non-Manufacturing) в июле опустился до минимального с февраля 2010 г. уровня в 52.7 п. против 53.3 п. в июне (ожидался рост до 53.5 п.). Принимая во внимание, что на долю сферы услуг приходится около 90% экономики США, данный индикатор лучше отражает реальную ситуацию в стране, чем опубликованный в понедельник индекс деловой активности в промышленности.

В среду также были обнародованы данные по росту занятости в частном секторе экономики США – по версии ADP он составил 114 тыс. Исходя из исторических показателей, официальный показатель private payrolls за июль (будет опубликован Минтруда в пятницу) может составить около 125 тыс. (см. диаграмму 1). Консенсус-прогноз Bloomberg – 115 тыс. Тем не менее в июне фактические данные составили лишь 57 тыс. против предполагавшихся нами на основе данных ADP 170 тыс., рассчитанных при помощи регрессионной зависимости.

В целом же, учитывая вернувшуюся на уровень 9.2% безработицу, подобных показателей роста занятости, с нашей точки зрения, явно недостаточно, чтобы «перезапустить» рынок труда США и через него – всю экономику.

ДИАГРАММА 1. ЗАВИСИМОСТЬ ОФИЦИАЛЬНЫХ ДАННЫХ ПО ЗАНЯТОСТИ В ЧАСТНОМ СЕКТОРЕ ЭКОНОМИКИ США (PRIVATE PAYROLLS) ОТ СООТВЕТСТВУЮЩИХ ДАННЫХ ИНСТИТУТА ADP, ЯНВАРЬ 2007 – ИЮЛЬ 2011



Источник: U.S. Bureau of Labor Statistic, ADP

Рынок UST отреагировал на выход данных по ISM Non-Manufacturing в 16:30 МСК падением доходности «десятки» до 2.57%, однако затем вместе с ростом фондовых индексов показатель вернулся на уровень закрытия торгов вторника – 2.62%, а утром в четверг приближается к отметке 2.64%. По-видимому, рынок счел, что целая череда слабых макроэкономических показателей может подтолкнуть финансовые власти (прежде всего, ФРС) к новым стимулирующим мерам.

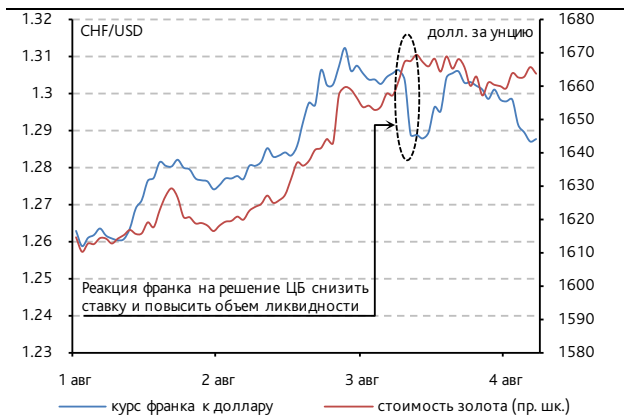
Швейцария и Японии борются с укреплением нацвалют; Берн снизил ставки, а Токио провел очередную интервенцию; вероятен краткосрочный эффект, но спрос на активы-убежища будет только расти

Неожиданные новости поступили в среду из Европы. На этот раз внимание инвесторов привлекли не Греция или Италия, все серьезнее подвергающаяся риску быть втянутой в долговой кризис, а редко появляющаяся на полосах СМИ Швейцария. Национальный банк Швейцарии накануне понизил таргетируемый уровень ставки до «максимально близкого к нулю» с 0.25% на фоне стремительного роста курса франка к доллару и евро, вызывающего все большую обеспокоенность у национальных экспортеров.

Как видно из диаграммы 2, решение ЦБ страны имело краткосрочное влияние на валютный рынок. Если за один франк до заявлений Центробанка давали около 1.305 доллара, то уже через два часа швейцарская валюта ослабла к «американцу» до уровня 1.29 доллара за франк. Курс франка к доллару снизился по итогам торгов среды, однако долгосрочный тренд на укрепление франка, в нашем понимании, остался нетронутым (см. диаграмму 3).

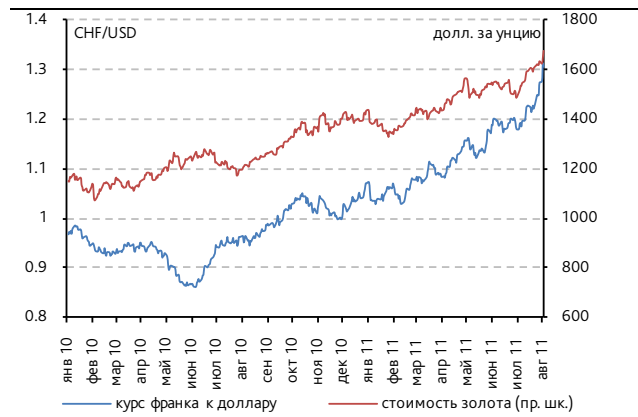
С нашей точки зрения, примечательной в данном случае выглядит также динамика золота, как еще одного надежного актива в глазах инвесторов: котировки драгметалла в среду преодолевали один исторический максимум за другим.

ДИАГРАММА 2. КУРС ФРАНКА К ДОЛЛАРУ И СТОИМОСТЬ ЗОЛОТА, ВНУТРИДНЕВНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: Reuters, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 3. КУРС ФРАНКА К ДОЛЛАРУ И СТОИМОСТЬ ЗОЛОТА, 2010-2011



Источник: Bloomberg

В целом мы считаем, что спрос на активы-убежища в ближайшее время будет иметь тенденцию к повышению на фоне очередного обострения долговых проблем в еврозоне и опасений замедления экономики США. В этом свете решение швейцарского ЦБ понизить ставку, а также увеличить различными путями объем ликвидности в системе, является скорее заявлением о намерениях, и вряд ли будет способно переломить тренд на укрепление франка.

Аналогичной позиции мы придерживаемся и в отношении решения ЦБ Японии провести в четверг с утра интервенции на валютном рынке также с целью ослабить давление на экспортоориентированную экономику. Несмотря на то, что курс йены к доллару падал до 79.15 с 77.06 в среду, общая тенденция к укреплению японской валюты кажется нам очевидной – еще в начале апреля курс йены к доллару составлял 85.49.

Эффект интервенции будет также достаточно быстро нивелирован из-за того, что на этот раз Япония действовала в одиночку, без поддержки стран G7. Напомним, центробанки стран G7 провели совместную интервенцию на валютном рынке Японии в середине марта на фоне резкого подорожания йены после катастрофического землетрясения. Тем не менее, учитывая слабость крупнейших экономик мира и долговые проблемы развитых стран, йена постепенно снова становится одним из популярных защитных активов, и у нас нет повода для того, чтобы усомниться в сохранении за ней данного статуса и в дальнейшем.

ЕЦБ не будет поднимать ставку, но и выкуп госбумаг не возобновит; доходности госбумаг Италии и Испании приостановили рост

Намеченное на сегодня заседание ЕЦБ пройдет на фоне существенно ухудшившейся ситуации с суверенными долгами «периферийных» стран. Мы не ждем повышения ставки регулятором, а также считаем крайне маловероятным покупки ЕЦБ госбумаг проблемных стран.

Выступление премьер-министра Италии перед парламентариями, посвященное как раз стремительному росту доходностей по госбумагам страны, дает нам мало поводов для оптимизма – власти не представили конкретных мер по выправлению ситуации, ограничившись лишь обещаниями «углубить» экономические реформы. Министр финансов Испании заявила, что нестабильность на рынке госдолга продлится еще только несколько дней, после чего сойдет на нет.

Доходности 10-летних госбумаг Италии и Испании приостановили свой рост в среду. Итальянские бонды опустились на 4 бп до 6.09% по доходности, а испанские – на 3 бп до 6.26%. Тем не менее, они остаются на опасных повышенных уровнях.

В возобновление покупок ЕЦБ «периферийных» госбумаг даже в текущих условиях мы не верим по следующим причинам. Во-первых, регулятор изначально был не в восторге от идеи, считая ее (на наш взгляд, вполне обоснованно) ударом по репутации. Во-вторых, покупки со стороны ЕЦБ не уберегли ни Ирландию, ни Португалию от bailout.

Особенно актуально в свете последних событий в ЕС выглядит тот факт, что регулятор пошел на достаточно серьезный компромисс, согласившись на выборочный дефолт Греции в обмен на передачу полномочий по покупке госбумаг Европейскому фонду финансовой стабильности (EFSF). В этом свете, мы считаем, что глава ЕЦБ Ж.-К. Трише с большей вероятностью потребует от правительств стран еврозоны ускорить процедуру принятия одобренных на июньском саммите решений, чем возобновит покупки госбумаг после 18-недельного затишья.

Итоги торгов по еврооблигациям: корпоративные бумаги начали ощущать внешний негатив; отдельные выпуски все еще дорожают; активность в суверенном сегменте была невысокой

Российские еврооблигации в среду по большей части перестали сопротивляться внешнему негативу, однако отдельные выпуски в нефтегазовом и банковском секторах продолжили рост. В суверенных бумагах активность была невысокой.

Длинные евробонды Газпрома (в частности, выпуски **Gazprom 34** и **Gazprom 37**), дорожавшие ежедневно в среднем на 100 бп, в среду откатились на 60-80 бп. В то же время **Gazprom 22** продемонстрировал рост котировок на 40 бп, а **Gazprom 16** – на 20 бп. В пределах 10 бп подорожали также долгосрочные выпуски Новатэка и ТНК-ВР. Во втором эшелоне хуже остальных чувствовали себя евробонды Евраз, котировки которых снизились на 30-40 бп). **MetallInvest 16** и **SeverStal 16** потеряли в цене по итогам дня не более 10 бп. Примерно на столько же подешевел и **VimpelCom 21**.

В банковском секторе очевидное снижение котировок (при этом в отсутствии сделок) наблюдалось лишь по длинным бумагам Банка Москвы, однако оно было незначительным – в пределах 10-20 бп. В то же время евробонды **SberBank 21**, **VEB 20** и **VEB 25**, в которых и сосредоточилась основная активность среди бумаг банковского сектора, устояли под натиском слабого рынка извне и подорожали в среднем на 10 бп. На аналогичную величину поднялись котировки выпущенного в конце прошлой недели **Moscow Credit Bank 14** – до 100.26% от номинала.

Среди суверенных бумаг вся активность сосредоточилась в индикативном выпуске **Russia 30**, стоимость которого по итогам дня поднялась на 10 бп – до 120.27% от номинала. Спред **Russia 30–UST10** сузился при этом на 6 бп – до 139 бп.

Открытие торгов по еврооблигациям: улучшение внешнего фона поддержит рынок, активность будет невысокой; в фокусе – решения ЕЦБ

Улучшение внешнего фона, начавшееся еще в конце среды и вызванное, на наш взгляд, ожиданиями новых стимулов на фоне слабых статданных, продолжается и в четверг. Так, Азиатские фондовые индексы находятся преимущественно в зеленой зоне (японский рынок, в частности, отыгрывает ослабление йены), а фьючерс на S&P 500 прибавляет почти 0.3%. Немного хуже чувствует себя нефть – за баррель Brent предлагают около USD113 против USD114 на закрытии основных торгов в России в среду.

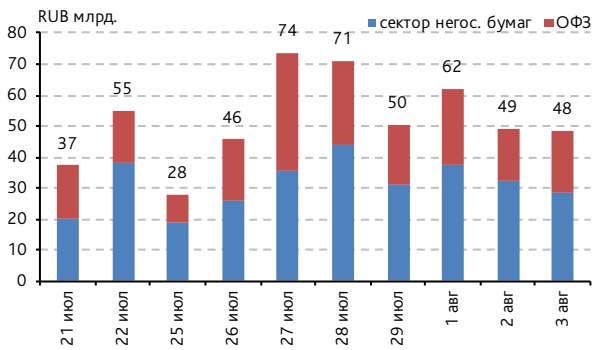
В целом мы ждем умеренного роста котировок в первые часы торгов на российском рынке еврооблигаций в четверг. Однако полагаем, что активность инвесторов будет ограничена в преддверии как сегодняшнего заседания Совета управляющих ЕЦБ, так и публикации отчета Минтруда США в пятницу.



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	5.7%
от 1 до 1.5 лет	10.7%
от 1.5 до 2 лет	7.3%
от 2 до 3 лет	15.7%
от 3 до 5 лет	30.2%
> 5 лет	30.4%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	5.19%	1.5
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	6.82%	3.5
ОФЗ (>4 лет)	7.71%	6.5
Банки	6.90%	1.5
Корп 1 эшелон	6.62%	2.5
Корп 2 эшелон	7.26%	2.0

Рынок забрал лишь половину объема на аукционе по ОФЗ 26204; доходность – 7.48%, по верхней границе диапазона; на вторичном рынке единой динамики не сложилось; наибольший спрос – снова в БК Евразия-1

Единой динамики на рублевом рынке в среду не сложилось: в сегменте госбумаг в основном наблюдались продажи, в то время как в отдельных корпоративных бумагах присутствовал неплохой спрос.

На первичном рынке прошедший накануне аукцион Минфина по **ОФЗ 26204** оказался не слишком успешным. Размещение 7-летних бумаг прошло по верхней границе установленного диапазона, 7.48%, при этом рынок «выбрал» лишь RUB9.8 млрд., т.е. почти половину из предложенного ему объема. С нашей точки зрения, слабый спрос (RUB13.4 млрд.) на данные бумаги, несмотря на благоприятную ситуацию с ликвидностью, мог быть ограничен в среду влиянием внешнего фактора. К концу дня доходность **ОФЗ 26204** осталась на уровне 7.48%.

На вторичном рынке умеренное снижение цен наблюдалось в **ОФЗ 25079, 26206 и 25077**, однако оно не превысило 10 бп. В первом эшелоне мы отметили повышение котировок в бумагах **ФСК-19** и **ФСК-13** (+10-20 бп), а также в бонде **РСХБ-14**, который поднялся в цене чуть больше чем на 10 бп. Лидером торгов по оборотам в среду (около RUB2.3 млрд.) вторую сессию подряд ожидаемо стал выпуск из второго эшелона – **БК Евразия-1**. Его котировки поднялись на 20 бп и достигли 100.87% от номинала. Существенный прирост котировок наблюдался также в выпуске **Газпром нефть-4**, который за день подорожал почти на «фигуру» (подробнее см. наш комментарий по компании).



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

Денежный рынок

События денежного рынка

4 авг	Заседание совета директоров ЦБ по ставкам
4 авг	Аукцион ОБР-20 на RUB10 млрд. (расчеты на след. день)
4 авг	Депозитный аукцион ЦБ
10 авг	Частичное погашение ОФЗ 46002 на RUB15.5 млрд.
10 авг	Выплата купонов по ОФЗ суммарным объемом в RUB26.6 млрд.
15 авг	Уплата страховых взносов во внебюджетные фонды

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	3.75/4.00	3.60	4.00	3.50/3.65
2-й круг	4.00/4.50	3.75	4.25	3.50/4.00

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
4.00-4.25	3.65-3.75	3.50-3.65

Ставки идут на снижение благодаря госрасходам; до конца недели фон позитивный

Денежный рынок продолжает «приходить в чувства» после значительного оттока ликвидности из-за уплаты налогов. С момента окончания июльского налогового периода (28 июля) в платежную систему поступило почти RUB195 млрд. В частности, вчера запас средств на корсчетах и депозитах вырос на RUB43.5 млрд. до RUB1.02 трлн., а чистая ликвидная позиция составляет RUB518 млрд. Приток средств был бы больше, если бы не RUB9.8 млрд., ушедшие на покупку **ОФЗ 26204**. Возврат RUB7.7 млрд. фонду ЖКХ был нивелирован за счет встречного притока на депозиты банков RUB10.0 млрд. бюджетных средств (аукцион Минфина от 02.08.11).

Так как потребность в средствах под аукционы ОФЗ и ОБР в силу их небольшого объема невелика, банки стремятся выгодно вложить поступающие сейчас в систему средства от госрасходов. В среду кредитные организации перевели на депозиты в ЦБ RUB142.8 млрд. (увеличение до RUB328.7 млрд.), изъяв при этом с корсчетов RUB99.3 млрд. (снижение до RUB689.5 млрд.).

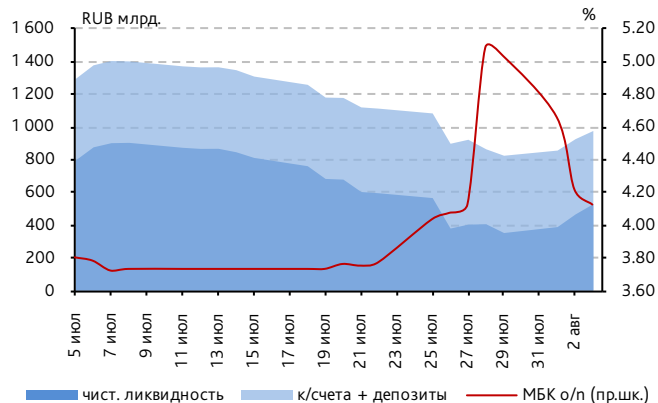
Поступление на счета в ЦБ крупных сумм бюджетных средств и постепенное их распределение среди участников рынка имеет следствием снижение стоимости фондирования уже четвертый день подряд. По сравнению с концом прошлой недели итоговая ставка МБК овернайт для банков 1-го круга опустилась на 85 бп до 3.5-3.65%. Сделки междилерского РЕПО, спрос на которые снижается пропорционально ослаблению напряженности на денежном рынке, подешевели с четверга более чем на 1.0 п.п. до 4.42% по сделкам поз залог облигаций 1-го эшелона и до 4.44% под залог ОФЗ. Валютные свопы в секции рубль-доллар, стоимость которых на минувшей неделе подсказывала до 5.2%, под конец вчерашних торгов стоили 3.5-3.7%.

На фоне проявленного участниками рынка интереса к депозитам ЦБ и неудачных исходов прошлых аукционов, едва ли спрос на сопоставимый по параметрам, но менее гибкий инструмент **ОБР-20**, сегодня будет существенным. Как бы то ни было, на фоне восстановления ликвидности RUB10 млрд., заявленные на аукционе, погоды для денежного рынка сейчас не сделают. Помимо поступлений из бюджета, на следующей неделе ликвидность пополнят RUB42.1 млрд. от частичного погашения **ОФЗ 46002** и купонов (10 августа), что создает предпосылки для дальнейшего снижения ставок денежного рынка, которые, по нашему мнению, скоро стабилизируются в районе 3.6% по МБК овернайт и 4.1-4.3% по междилерскому РЕПО.

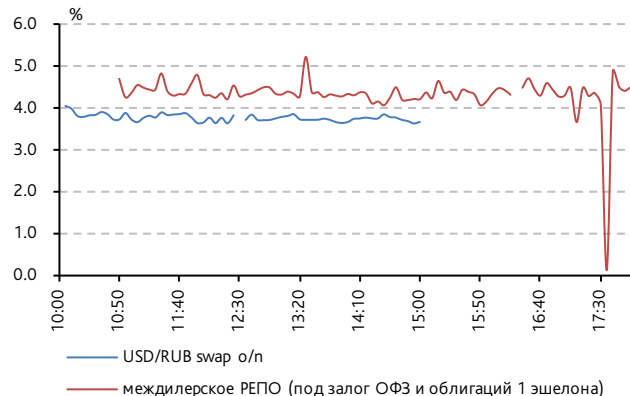


Мария Помельникова
+7 495 789-35-94
maria.pomelnikova@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday




Кредитные комментарии

Газпром нефть: рост финансовых показателей во 2К 2011 был несколько подпорчен снижением рентабельности от сдерживания цен на внутреннем рынке; кредитное качество остается сильным; бумаги непривлекательны

КОММЕНТАРИЙ

Вчера Газпром нефть предоставила отчетность за 2К 2011 года по US GAAP, которая в целом оказалась довольно позитивной для компании. Кредитное качество остается на уровне первого эшелона российского бизнеса, во многом за счет позитивной динамики на нефтяном рынке (цена Brent в среднем за квартал составила USD117/барр. по сравнению с USD105/барр в 1К 2011 г.), отчасти – за счет продолжающегося увеличения объемов производства и переработки углеводородов. У компании пока есть существенный запас прочности и в плане долговой нагрузки. Напомним, что статус «ключевой дочки» Газпрома – еще один фактор стабильности.

Если взглянуть на поквартальную динамику основных показателей Газпром нефти, то можно увидеть продолжающийся постепенный рост как в натуральных объемах производства (за 2 года объем добычи углеводородов вырос с 12 млн. тонн до 14 млн. тонн в квартал, объем переработки стал рекордным – 10.3 млн. тонн), так и финансовых (выручка превысила даже докризисные исторические максимумы).

Впрочем, широко обсуждаемые мероприятия, проводимые правительством с целью ограничить рост цен на нефтепродукты, все-таки сказались негативно на марже компании, впрочем, как и на марже ее отчитавшихся конкурентов. Рентабельность Газпром нефти по EBITDA сократилась на 3.4 п.п. до 21.6%, к слову, у Роснефти этот показатель упал аж на 10.2 п.п. Здесь стоит упомянуть, что НПЗ Газпром нефти находятся в довольно хорошем положении с точки зрения имеющегося техрегламента. С начала 2011 г. компания начала производство бензинов и дизтоплива класса Евро-4, а в июне – Евро-5 на своем Омском НПЗ. Доля наименее выигрышных классов топлива (ниже третьего) существенно сократилась за последний год. Все это говорит о том, что Газпром нефть будет иметь сильную переговорную позицию с регуляторами в дальнейшем.

Во 2К 2011 г. года инвестиционная активность нефтяной компании фактически полностью отсутствовала, за счет чего был сгенерирован существенный свободный денежный поток в USD1 млрд. К слову, это максимальное значение, за исключением лишь 3К 2008 г. За счет этого удалось погасить часть финансовых долгов (см. таблицу). Отметим комфортную позицию Газпром нефти в этом плане: в последние два года нефтяная «дочка» Газпрома несущественно наращивала долги. Баланс денежных средств поддерживается на стабильном уровне около USD1 млрд., а временное увеличение долга, например, на финансирование M&A-сделок, затем погашается из операционного денежного потока.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ГАЗПРОМ НЕФТИ

US GAAP, USD млрд.	2007	2008	2009	1П 10	2010	1П 11
Выручка	22.8	33.9	24.2	15.3	32.8	21.3
EBITDA	6.6	8.6	5.8	3.1	7.2	4.9
Чистая прибыль	4.1	4.7	3.1	1.6	3.4	2.7
Чистый операционный денежный поток	5.3	5.5	3.5	2.4	5.4	2.5
Капвложения, дивиденды и M&A	8.0	4.2	5.8	2.4	5.7	2.6
Свободный денежный поток	3.1	2.1	0.9	1.0	2.1	1.0
Совокупный долг, в т.ч.	3.4	3.7	6.3	6.6	6.6	7.1
краткосрочный долг	1.3	2.1	2.1	3.0	1.7	1.2
Денежные средства и эквиваленты	0.7	2.1	0.9	1.1	1.1	1.1
Активы	16.6	20.2	29.9	29.9	32.1	34.8
Показатели						
EBITDA margin (%)	29.0%	25.4%	24.1%	20.5%	22.0%	23.2%
EBITDA/проценты (x)	44.3	51.6	15.8	15.9	21.5	29.3
Долг/EBITDA (x)	0.5	0.4	1.1	1.0	0.9	0.8
Чистый долг/EBITDA (x)	0.4	0.2	0.9	0.6	0.8	0.7
Долг/Собственный капитал (x)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3

Источник: данные компании, НБ «Траст»

В целом можно отметить, что стратегия Газпром нефти дает свои плоды: двукратный рост активов за последние три года уже не сопровождается соразмерным ростом долга, а объемы бизнеса при этом постепенно увеличиваются. До планируемой к 2020 г. ежегодной добыче в 100 млн. тонн, конечно, еще далеко (за последние 4 квартала добыто около 55 млн. тонн), однако представленная стратегия по

Газпром нефть	Ваа3/BBB-/NR
US GAAP, 1П 2011	
Выручка, USD млрд.	21.3
EBITDA margin	23%
Долг/EBITDA	0.8

конкретным мерам такого роста дает шансы надеяться, что при поддержке материнского Газпрома этого удастся добиться.

Облигации Газпром нефти сейчас не представляют интересных инвестиционных идей, торгуясь практически на одном уровне с бумагами других представителей первого эшелона. Сегодня закрывается книга по доразмещению выпуска **Газпром нефть-4** на RUB6.1 млрд. (этот объем в свое время был выкуплен по оферте). Напомним, что вчера ориентир по цене размещаемых бумаг был значительно выше, чем рыночный. В результате уже торгуемые бумаги за вчерашний день выстрелили на 90 бп., однако все равно мы считаем ориентиры по новым бумагам не очень привлекательными.



Сергей Гончаров
+7 495 786-35-31
sergey.goncharov@trust.ru

РусГидро опубликовала хорошую отчетность по РСБУ за 1П 2011; долговая нагрузка незначительна, однако она будет расти по мере завершения M&A сделок; облигации оценены справедливо

Во вторник РусГидро опубликовала отчетность по российским стандартам за 1П 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Отчетность по российским стандартам у РусГидро традиционно оказывается не менее релевантной для оценки состояния компании, чем отчетность по МСФО.

Операционные показатели компании продемонстрировали уверенный рост, несмотря на негативные регуляторные решения. Выручка за 1П 2011 г. выросла на 12% относительно 1П 2010 г., и это при снижении инвестиционной надбавки к тарифу на мощность почти в 2 раза (в 2010 г. – около RUB26 млрд.). В результате выручка от продажи мощности в 1П 2011 г. уменьшилась на 18% относительно 1П 2010 г. Полностью компенсировали негативный эффект этой статьи доходов продажи электроэнергии, увеличившиеся на 53% (RUB26.9 млрд.). Этому способствовали увеличение выработки электроэнергии на 4.5%, увеличение доли электроэнергии, продаваемой по рыночным ценам (около 85% в 1П 2011 г., 60% – в 1П 2010 г.), и рост цен на РСВ (рынок на сутки вперед) в обеих ценовых зонах (на 23% – в первой ценовой зоне и на 12% – во второй). В результате РусГидро продемонстрировала отличные показатели рентабельности по EBITDA – 69%.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ РУСГИДРО

РСБУ, RUB млрд.	6М 2010	2010	6М 2011	2К11/1К11	1П11/1П10
Выручка	42.0	89.0	47.0	9%	12%
ЕБИТДА	27.0	51.8	32.5	1%	20%
Чистая прибыль	20.7	38.0	18.9	33%	-9%
Совокупный долг, в т.ч.	17.6	37.2	46.2	25%	162%
краткосрочный долг	1.2	7.4	2.4	-69%	100%
Денежные средства и эквиваленты	5.0	4.5	2.5	70%	-49%
Краткосрочные фин. вложения	29.5	25.0	43.4	91%	47%
Активы	500	551	582	4%	16%
Показатели					
ЕБИТДА margin	64%	58%	69%		
ЕБИТДА/проценты	47.3	41.3	22.6		
Долг/ЕБИТДА*	0.2	0.7	0.8		
Чистый долг/ЕБИТДА*	-0.2	0.1	0.0		
Долг/Собственный капитал	0.0	0.1	0.1		

* значение ЕБИТДА за последние 12 месяцев
Источник: данные компании, НБ «Траст»

Долговая нагрузка РусГидро сейчас абсолютно безопасна для компании: объем денежных средств и краткосрочных финансовых вложений практически полностью покрывает совокупный долг компании. Рост долга связан с размещением рублевых облигаций на RUB15 млрд. в апреле этого года, часть из которых была потрачена на рефинансирование краткосрочного долга. Он уменьшился в 3 раза до RUB2.4 млрд. и составляет теперь чуть более 5% от всего кредитного портфеля.

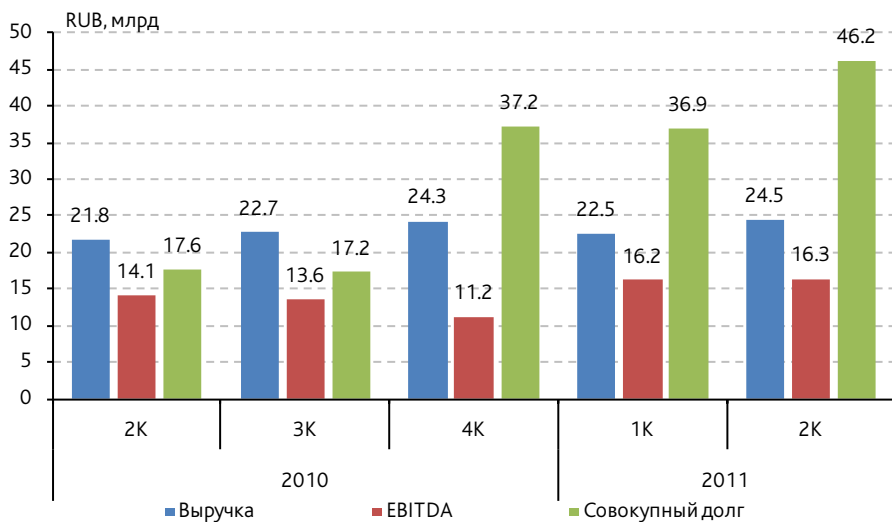
Основным риском для РусГидро сейчас будет консолидация менее финансово крепкого РАО ЭС Востока, поэтому долговая нагрузка компании неизбежно увеличится к концу 2011 г. Кроме того, компания заявляла о желании приобрести ряд зарубежных активов, что, по всей вероятности, потребует привлечения нового долга.

Вчера были опубликованы параметры допэмиссии акций компании, которая как раз будет использована для получения контроля над РАО ЭС Востока и плотинами Иркутскэнерго. Плотины были оценены в RUB7.6 млрд., что существенно меньше ранее

РусГидро	Ва1/ВВ+/ВВ+
РСБУ, 1П 2011	
Выручка, RUB млрд.	47.0
ЕБИТДА margin	69%
Долг/ЕБИТДА	0.8

заявленных оценок, а цена размещения акций была установлена на 15% выше нынешних рыночных котировок. Поэтому РусГидро получит блокирующий пакет в Иркутскэнерго и контрольный в РАО ЭС Востока за меньшее количество акций, что должно позитивно сказаться на ликвидной позиции компании. Мы по-прежнему считаем, что кредитное качество РусГидро остается исключительно крепким, а потенциальные приобретения не должны оказать на него существенного негативного влияния. Восстановление Саяно-Шушенской ГЭС идет по ранее намеченному плану, поэтому мы по-прежнему ожидаем повышения хотя бы одного из рейтингов компании до инвестиционной категории.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ РУСГИДРО



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Локальные рублевые облигации РусГидро торгуются с минимальной премией к кривой ФСК, что лишает их потенциала курсового роста. Рублевый евробонд, напротив, сохраняет свою привлекательность: сейчас он имеет дисконт к локальным бумагам в размере всего 25 бп, после повышения рейтинга РусГидро он может увеличиться до 50-70 бп.



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

ОГК-5 опубликовала неплохую отчетность по МСФО за 1П 2011; долговая нагрузка компании остается стабильной; облигации не предлагают интересных торговых идей

ОГК-5 первой из компаний энергетической отрасли опубликовала консолидированную отчетность по международным стандартам за 1П 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

С операционной точки зрения позиции ОГК-5 выглядят неплохо: выручка в 1П 2011 г. продемонстрировала рост на 21% и достигла уровня RUB29.7 млрд. Вдобавок, в этот период компания продолжала ремонт на двух энергоблоках Рефтинской ГРЭС, что снизило выработку на этой станции на 14% относительно 1П 2010 г. (Рефтинская ГРЭС является наиболее эффективным активом ОГК-5). Позитивной динамике операционных показателей способствовали более высокие цены на рынке «сутки вперед» и увеличение доли электроэнергии, продаваемой на либерализованном рынке (более 80% в 1П 2011 г.). Увеличение топливных спредов позволило увеличить показатель ЕБИТДА на 18%.

Операционный денежный поток ОГК-5 остался на уровне прошлого года, однако его объема оказалось достаточно, чтобы профинансировать инвестиционную программу. С учетом того, что компания в июле текущего года завершила обязательную программу ДПМ, можно и впредь ожидать превышения операционного денежного потока на CAPEX. Это позволит компании отказаться от увеличения долговой нагрузки.

ОГК-5	Moody's: Ba3
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Выручка, RUB млрд.	29,7
ЕБИТДА margin	21%
Долг/ЕБИТДА	2.9

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ОГК-5

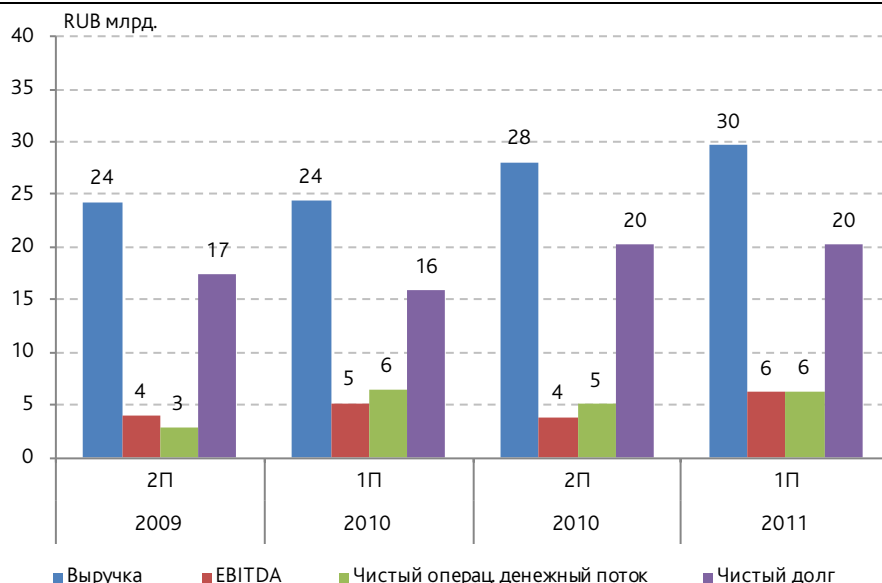
МСФО, RUB млрд.	1П 2010	2010	1П 2011	1П11/2П10	1П11/1П10
Выручка	24.5	52.6	29.7	6%	21%
ЕВИТДА	5.2	9.1	6.2	59%	18%
Чистая прибыль	3.7	3.8	2.6	>500%	-31%
Чистый операц. денежный поток	6.5	11.5	6.2	23%	-4%
Капвложения и М&А	5.7	14.1	5.3	-37%	-7%
Свободный денежный поток	0.8	-2.6	0.9		23%
Совокупный долг, в т.ч.	23.2	20.7	29.1	41%	26%
краткосрочный долг	4.0	5.5	6.0	9%	50%
Денежные средства и эквиваленты	7.3	0.5	8.9	>500%	22%
Активы	101	101	114	14%	13%
Показатели					
ЕВИТДА margin	21%	17%	21%		
ЕВИТДА/проценты (x)	10.0	8.4	5.3		
Долг/ЕВИТДА* (x)	2.5	2.3	2.9		
Чистый долг/ЕВИТДА* (x)	1.7	2.2	2.0		
Долг/Собственный капитал (x)	0.4	0.3	0.4		

* значение ЕВИТДА за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, НБ «Траст»

За 1П 2011 г. совокупный долг ОГК-5 увеличился на RUB8.4 млрд. за счет размещения биржевых облигаций в объеме RUB5 млрд. в июне текущего года, а также увеличения кредита от RBS примерно на RUB2.3 млрд. Краткосрочный долг компании более чем на 80% состоит из облигационного займа с погашением в сентябре 2011 г., учитывая, что средства от размещения последнего выпуска ОГК-5 практически в полном объеме оказались на счетах компании, выплата не нанесет ущерба ликвидной позиции компании. На конец 1П 2011 г. долговая нагрузка в терминах «Чистый долг/ЕВИТДА» снизилась до 2.0x; мы ожидаем, что к концу года она продолжит снижаться.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ОГК-5



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Новые рублевые облигации ОГК-5 торгуются с премией к кривой ФСК в размере всего 20-25 бп при разнице в рейтингах в 4 ступени. На таких уровнях они выглядят неинтересно. Более короткие бумаги компании хотя и предлагают более щедрую премию к кривой ФСК, но из-за слишком небольшой дюрации не имеют потенциала курсового роста.



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

Евраз повышает прогноз по EBITDA на 2K 2011, тем самым задавая хороший тон в преддверие сезона отчетностей металлургов

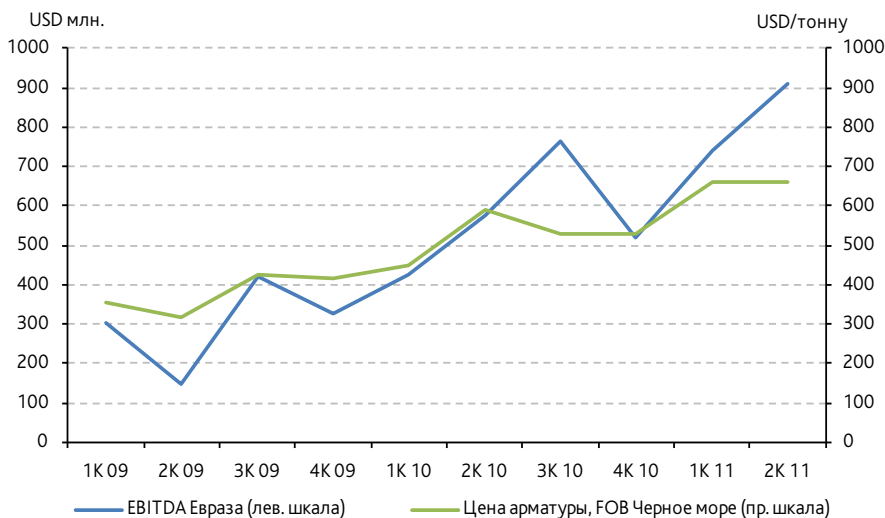
Вчера Евраз сообщил о том, что повышает прогноз по своей EBITDA за 2K 2011 г. с USD750-825 млн. до USD875-950 млн. Действие вызвано не только ростом цен на продукцию, но и переносом части ремонтных работ на 3K 2011 г. Совокупный долг компании на конец 1П 2011 г. оценивается в USD7.4 млрд., денежные средства – в USD1.1 млрд. Снижение долговой нагрузки снимет ограничения долговых ковенант. Евраз не уточняет, в чем это проявится, однако, насколько мы понимаем, следствием этого станут рост инвестпрограммы и восстановление практики выплаты дивидендов.

КОММЕНТАРИЙ

Мы считаем, что из данной новости можно сделать два вывода, и оба они положительны для российских металлургических компаний. Во-первых, ситуация для самого Евраза оказалась довольно благоприятной во 2K 2011 г. с операционной точки зрения (см. диаграмму). EBITDA вырастет существенно по сравнению с предыдущими кварталами при практически неизменных средних ценах на стальную продукцию во 2K 2011 г. по сравнению с началом года. Очевидно, компании удалось воспользоваться позитивом не только (а возможно даже и не столько) на стальном рынке, сколько на рынке угля и железной руды.

В соответствии с планами менеджмента, долговая нагрузка снизится по итогам 1П 2011 г. года уже до 2.5x по показателю «Долг/EBITDA». Таким образом, она наконец-то опустится ниже уровня начала 2009 г., когда впервые ощутила на себе влияние кризиса и выросла до 2.9x. Это развяжет руки руководству на проведение более агрессивной инвестиционной и дивидендной политики, однако мы не считаем, что это будет критично для Евраза. Напомним, что сейчас планы по инвестпрограмме на 2011 г. составляют лишь USD1.2 млрд. – один из самых низких в отрасли показателей. В связи с этим мы ожидаем, что по итогам отчетности за 1П 2011 г. рейтинги Евраза могут быть повышены до полноценного уровня double-B.

ДИАГРАММА. КОРРЕЛЯЦИЯ ЦЕНЫ НА АРМАТУРУ И EBITDA ЕВРАЗА, 1К 09 – 2К 11



Источник: данные компании, НБ «Траст», SBB

Кроме того, данная новость позитивна и для сектора в целом. Стабильно высокие цены на прокат помогут и конкурентам Евраза с финансовыми показателями за 2K 2011 г. Напомним, что рентабельность Евраза традиционно одна из самых низких в секторе, а потому мы можем ожидать приятных сюрпризов у сталелитейных российских компаний по итогам квартала.

Не исключаем, что это может вызвать положительную динамику в евробондах Евраза, хотя вряд ли полномасштабную – все же положительное рейтинговое действие вызвало бы больше реакции инвесторов.



Сергей Гончаров
 +7 495 786-35-31
sergey.goncharov@trust.ru

СУЭК опубликовал первую отчетность по МСФО после разделения энергетического и угольного бизнесов; рентабельность выросла; облигации все еще имеют потенциал снижения доходности

Вчера СУЭК опубликовал консолидированную отчетность по МСФО за 1П 2011 г., где отразил эффект от разделения угольного и энергетического бизнесов.

КОММЕНТАРИЙ

30 апреля 2011 г. СУЭК выделил все энергетические активы (Кузбассэнерго, ТГК-13 и ряд сервисных и управляющих компаний) в отдельную структуру и перестал консолидировать в отчетности результаты этих подразделений. Таким образом, СУЭК сконцентрировался на угледобыче.

Опубликованная отчетность оказалась ожидаемо хорошей: из-за выделения менее рентабельных ТГК (их уровень рентабельности обычно не превосходит 10-15%) эффективность компании заметно увеличилась. Операционные показатели угольного сегмента продемонстрировали уверенный рост: выручка достигла RUB82 млрд. (+26% за год), EBITDA увеличилась до RUB26 млрд. (+53%). В результате рентабельность по EBITDA почти достигла 32%, что ранее было недостижимым уровнем. Во многом такие успехи были обеспечены благоприятной конъюнктурой на рынке энергетических углей на мировом рынке: СУЭК около 70% выручки получает от экспортных поставок (на 50% увеличились поставки энергетического угля в Китай).

Несколько снизился чистый операционный денежный поток (-28% относительно 1П 2010 г.), что связано с увеличением дебиторской задолженности. В дальнейшем, на наш взгляд, ситуация заметно улучшится, что позволит компании финансировать инвестиционную программу из собственных средств.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ СУЭК

МСФО, RUB млрд.	1П 10	2010*	1П 11	1П11/2П10	1П11/1П10
Выручка	65.0	165.2	82.1		26%
EBITDA	17.0	35.8	26.0		53%
Чистая прибыль	5.6	9.1	18.9		237%
Чистый операционный денежный поток	9.7	21.2	7.0		-28%
Капвложения и M&A	7.1	19.2	8.7		23%
Свободный денежный поток	2.6	2.0	-1.7		
Совокупный долг, в т.ч.		86.2	80.0		-7%
краткосрочный долг		17.3	29.6		71%
Денежные средства и эквиваленты		8.3	6.2		-24%
Активы		213	135		-37%
Показатели					
EBITDA margin	26.2%	21.6%	31.7%		
EBITDA/проценты (x)	6.2	6.2	11.1		
Долг/EBITDA (x)**		2.4	1.5		
Чистый долг/EBITDA (x)**		2.2	1.4		
Долг/Собственный капитал (x)		1.2	3.4		

* данные до разделения энергетического и угольного бизнесов

** для 1П 2011 использовалось удвоенное значение EBITDA за 1П 2011, для 2010 – за 1П 2010 года

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Балансовые показатели нельзя напрямую сравнивать с предыдущими периодами из-за разделения бизнесов. Однако в отчетности СУЭК указал, что на выделенный энергетический сегмент на 30 апреля приходилось около RUB8.8 млрд. долга. Поэтому можно грубо оценить, что совокупный долг угольного сегмента бизнеса за 1П 2011 г. увеличился примерно на RUB2.5 млрд., однако благодаря отличной динамике операционных показателей долговая нагрузка СУЭКа в терминах «Чистый долг/EBITDA» снизилась до 1.4x, что в большей степени соответствует компании с кредитным рейтингом уровня double-B. Несмотря на отложенное на неопределенный срок IPO, которое могло бы еще больше укрепить кредитные метрики компании (см. «Навигатор долгового рынка» от 18.05.2011), мы ожидаем, что Moody's положительно оценит опубликованные результаты компании и повысит ее рейтинг до уровня «Вa3» уже в ближайшие месяцы.

Рублевый выпуск облигаций СУЭКа торгуется с премией к бумагам Алросы в размере 50-60 бп, т.е. на уровне кривой Мечела. Позитивный эффект от разделения бизнесов на кредитный профиль компании должен быть с оптимизмом воспринят инвесторами. На наш взгляд, бонды СУЭКа могут сузить спред к бумагам Алросы еще на 20-30 бп до конца года, триггером к этому может стать рейтинговое действие Moody's.



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

СУЭК	Moody's: B1
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Выручка, RUB млрд.	82.1
EBITDA margin	32%
Долг/EBITDA	1.5

Ferrexpo опубликовал сильную отчетность за 1П 2011, но для рынка важнее новости о продаже контроля в компании и политическом давлении на собственника; в бумагах возможен спекулятивный рост

КОММЕНТАРИЙ

Вчера Ferrexpo первым из украинских эмитентов облигаций опубликовал отчетность по МСФО за 1П 2011 г. Отчетность выглядит ожидаемо сильно, этому, безусловно, способствовал рост практически на всех сырьевых рынках, в том числе и на основном для компании – железорудном. Самостоятельное кредитное качество осталось крепким относительно любого эмитента Украины, чему не смогло помешать даже удвоение совокупного долга за счет размещенных еврооблигаций. По-прежнему остаются открытыми два вопроса: будет ли продан контроль в компании одному из международных гигантов отрасли и чем закончится политическое давление на собственника.

Накопленные на балансе денежные средства позволяют Ferrexpo комфортно чувствовать себя не только в поддержании текущего уровня долга, но и в обслуживании инвестпрограммы. Напомним, что основной ее целью является удвоение производства окатышей с нынешних 10 млн. тонн (по итогам 2010 г. и в 1П 2011 г. – 4.7 млн. тонн). Текущий план по инвестрасходам до 2013 г. – USD650 млн., однако вскоре мы ожидаем услышать более долгосрочный план. На наш взгляд, даже увеличение программы не будет критичным для денежных потоков Ferrexpo.

Отметим, что дебютный евробонд Ferrexpo является бумагой с, пожалуй, наибольшей «бетой» на рынке всех бумаг стран СНГ. С самого выхода на торги **Ferrexpo 16** появление слухов о возможной продаже контроля в компании бизнесменом Жеваго ВНР Billiton, Arcelor Mittal или Rio Tinto служило фоном для спекулятивной игры на повышение. Такая картина более типична для акций, отличие лишь в том, что суверенная кривая дает четкое дно для доходности евробонда. Уже в июле стали преобладать продажи после того как в других компаниях, подконтрольных г-ну Жеваго были проведены обыски. Мы не сомневаемся в том, что это связано с политическим давлением правящей коалиции на оппозиционно настроенного бизнесмена.

Неудивительно, что на этом фоне рынком игнорировались новости о производственных показателях, которые в среднесрочной перспективе выглядят довольно стабильно. Нынешняя отчетность, на наш взгляд, также вряд ли изменит мнение инвесторов о сильном самостоятельном профиле компании. Впрочем, кратковременный и, скорее всего, опять же спекулятивный рост котировок возможен.

Справедливое значение спреда **Ferrexpo 16** к суверенной кривой, на наш взгляд, не должно быть ниже 150 бп. В основном в эту цифру мы закладываем глобальные риски сектора, а также риски политические. С точки зрения абсолютного спреда мы предпочитаем бонды гораздо более стабильного Метинвеста. В то же время мы считаем, что бумага могла бы быть интересна инвесторам, пытающимся сыграть на новостном фоне.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ FERREXPO

МСФО, USD млн.	2007	2008	2009	1П 10	2010	1П 11
Выручка	698	1117	649	526	1295	855
ЕБИТДА	245	465	131	214	581	399
Чистая прибыль	134	313	71	139	425	294
Чистый операционный денежный поток	189	371	77	67	380	324
Капвложения и М&А	104	287	86	42	166	158
Свободный денежный поток	84	95	-9	25	213	204
Совокупный долг, в т.ч.	200	306	270	317	424	920*
краткосрочный долг	54	75	252	118	23	388*
Денежные средства и эквиваленты	87	88	12	60	319	945*
Активы	868	854	820	1016	1478	2235
Показатели						
ЕБИТДА margin (%)	35%	42%	20%	41%	45%	47%
ЕБИТДА/проценты (x)	11	28	7	13	21	11
Долг/ЕБИТДА (x)	0.8	0.7	2.1	1.1	0.7	1.2
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	0.5	0.5	2.0	0.9	0.2	0.0
Долг/Собственный капитал (x)	0.3	0.7	0.6	0.5	0.5	0.8

* 8 июля 2011 года был погашен предэкспортный кредит на USD350 млн., выбранный в октябре 2010 года; больше он выбираться не будет; поэтому соответствующую сумму можно вычесть из статей долга и денежных средств и эквивалентов компании
 Источник: данные компании, НБ «Траст»

Ferrexpo	B2/B+/B
МСФО, 1П 2011	
Выручка, USD млн.	855
ЕБИТДА margin	47%
Долг/ЕБИТДА	1.2



Сергей Гончаров
 +7 495 786-35-31
sergey.goncharov@trust.ru

Fitch отозвал рейтинг у Астаны-Финанс, зафиксировав его на уровне RD; с декабря 2010 так и не удалось договориться о реструктуризации

КОММЕНТАРИЙ

Новость трактуется нами в негативном свете, так как более чем за полгода держателям дефолтных облигаций компании не удалось прийти к какому-либо компромиссу, и компания сама пошла на отзыв рейтинга. Напомним, что компания допустила дефолт по еврооблигациям в мае 2009 г., после начался процесс реструктуризации. Иностранные держатели заняли жесткую позицию в переговорах, особенно после того, когда доверительное управление казахстанского госфонда Самрук-Казына было передано около половины акций Астана-Финанс.

Согласно ранее предложенным условиям, внешним кредиторам планировалось вернуть около USD190 млн. единовременным платежом. Возврат средств иностранным кредиторам, по нашим оценкам, при этом соответствовал 33-37%. Важно, что положение иностранных кредиторов определено лучше внутренних, показатель возврата средств по которым составлял около 10-20% в лучшем случае посредством выпуска бескупонных облигаций.

Мы считаем, что отсутствие прогресса в переговорах и отзыв рейтингов по инициативе компании свидетельствуют о том, что ситуация все больше заходит в тупик. Наиболее явной перспективой для компании и ее кредиторов все больше рисуется банкротство. При этом мы сомневаемся в том, что в случае банкротства кредиторам будет возвращено большее количество средств, чем при реструктуризации.

Последние полгода котировки евробондов **Astana Finance 11** «толкуются» в районе 13-15% от номинала. Едва ли после сегодняшней новости можно надеяться на улучшение позитивных настроений держателей данного высокорискованного инструмента.



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

Fitch подтвердил рейтинг Татарстана на уровне «BBB-»; отличный повод обратить внимание на еврооблигации SINEK 15 – самый дешевый российский евробонд из инвестиционной категории

КОММЕНТАРИЙ

В самой новости о подтверждении рейтинга Татарстана нет ничего удивительного и необычного. Агентство отмечает высокую диверсифицированность местной экономики, сильную ликвидную позицию и невысокий долг. Мы обращаем внимание, что сохранение рейтинга инвестиционной категории у Татарстана имеет важным следствием наличие рейтинга «BBB-» и у Синека – холдинговой компании в 100% собственности Правительства Республики Татарстан.

Синек владеет пакетами акций ключевых компаний, расположенных в республике и, упрощенно говоря, на дивиденды от данных пакетов акций обслуживает свои обязательства, которые сводятся преимущественно к обслуживанию купонов по еврооблигациям **SINEK 15**. В кризис рыночная стоимость акций снизилась, ожидания по дивидендным выплатам могли также упасть, однако компания не дала держателям еврооблигаций даже повода усомниться в ее кредитоспособности. Последняя отчетность компании по МСФО полностью снимает данные риски, денежные потоки СИНЕКа с запасом покрывают выплаты по купонам. Мы также не считаем риском возможное исполнение оферты на сумму USD250 млн через год.

Еврооблигации **SINEK 15** являются самым дешевым российским евробондом с рейтингами инвестиционной категории, ведь сейчас доходность к погашению в августе 2015 г. составляет 5.27%. Нам кажется, что более 250 бп премии к российской суверенной кривой или, например, более 150 бп к кривой Газпрома – отличный повод для консервативной инвестиции в еврооблигации компании.



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

Российская макроэкономика

Сезонное возвращение к дефляции не отменяет необходимости дальнейшего ужесточения монетарной политики осенью

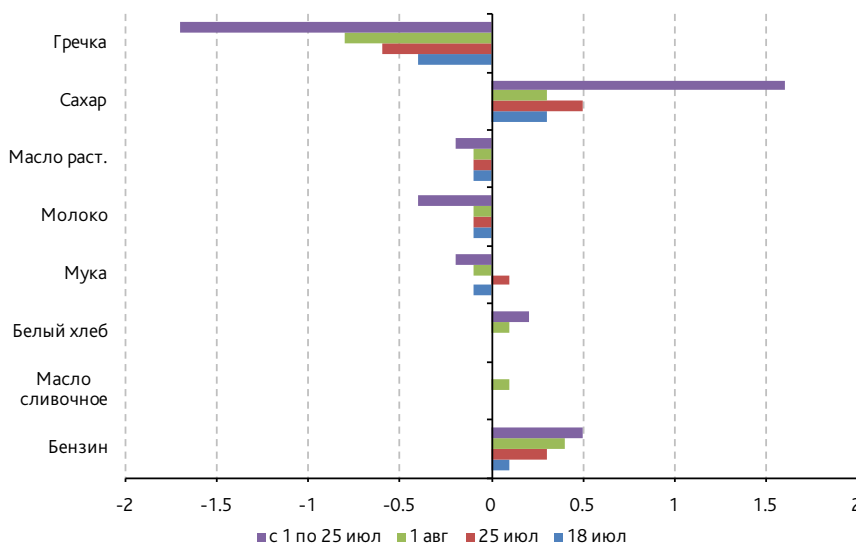
Согласно опубликованным вчера данным ФСГС, цены с 26 июля по 1 августа 2011 г. упали на 0.1% – впервые с конца августа 2009 г. Накопленный показатель инфляции с начала года составил 5.0% против 4.8% за аналогичный период 2010 г.

КОММЕНТАРИЙ

Выйти на дефляцию на прошлой неделе стало возможно лишь благодаря сезонному замедлению роста цен на продовольствие и позитивным ожиданиям относительно нового урожая. Из 15 продуктовых позиций быстрее дорожали только сливочное масло и хлеб (+0.1%). Среди дешевеющих продуктов лидируют фрукты и овощи, цены на которые снизились на 3.5%. Упали в цене и такие ключевые продукты как мука, растительное масло и молоко (-0.1%), гречка (-0.8%), что позволило несколько компенсировать ускорившееся удорожание топлива (бензина на 0.4%, дизтоплива на 0.3%) и отдельных услуг (проезд в автобусе, трамвае, троллейбусе на 0.1-0.3%).

Такие темпы роста цен указывают на то, что в июле инфляция окажется нулевой, что заметно лучше прогнозируемых Минэкономразвития 0.2-0.3%. Нулевая инфляция в июле поспособствует замедлению годовой инфляции по итогам месяца до 9-9.1%, что может стать дополнительным аргументом против повышения ставок Банком России на сегодняшнем заседании совета директоров ЦБ. Текущая ценовая динамика подразумевает, что в августе может наблюдаться небольшая дефляция, способствующая дальнейшему замедлению годового показателя - до 8.2-8.3% по окончании лета.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА РОСТА ЦЕН НА ОСНОВНЫЕ ПРОДУКТЫ И ТОПЛИВО, ИЮЛЬ 2011 Г.



Источник: ФСГС, НБ «Траст»

Наибольшую инфляционную угрозу осенью мы видим со стороны непродовольственных товаров и сферы услуг. Медленный, но стабильный рост реальных заработных плат вкупе с расширением кредитования и снижения склонности к сбережению создает предпосылки для усиления инфляционных рисков со стороны спроса. По данным июня, по темпам роста розничного товарооборота лидирует именно непродовольственный сегмент – 10.3% г/г против 1.0% г/г в продовольственном секторе. Вдобавок, ожидаемый в 4К 2011 г. всплеск бюджетных расходов может свести на нет все усилия по достижению замедления роста денежной массы и уже случившегося в начале 3К 2011 г. сужения рублевой ликвидности на денежном рынке.

На фоне позитивного прогноза по урожаю и летнего дефляционного тренда официальные ориентиры по инфляции в 7-7.5% выглядят все более реалистичными. Мы не исключаем, что по итогам 2011 г. инфляция сложится на уровне близком к 8% против 8.5% прогнозируемых нами ранее.



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

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
3 авг	Абсолют Банк-5	1.8	8.00%	3*	8.16%
2 авг	ОТП Банк-16о	5.0	7.95%	3	8.11%
2 авг	Мираторг Финанс-16о	3.0	8.75%	3*	8.94%
2 авг	МеталлургКомБанк-16о	1.5	8.70%	2*	8.89%
1 авг	Глобэкс КБ-66о	2.0	6.95%	1*	7.07%
1 авг	Глобэкс КБ-46о	3.0	6.95%	1*	7.07%
28 июл	ЮТЭйр-Финанс-5	1.5	9.50%	5	9.73%
28 июл	Группа ЛСР-56о	2.0	8.47%	3	8.65%
28 июл	Стройкредит КБ-26о	1.0	9.90%	1*	10.14%
28 июл	Стройкредит КБ-16о	1.0	9.90%	1*	10.14%
26 июл	ММК-76о	5.0	7.25%	3	7.38%
21 июл	Комос Групп-16о	1.5	11.00%	3	11.30%
21 июл	ФСК ЕЭС-16	20.0	7.95%	7*	8.11%
19 июл	АИЖК 2011-2-3	1.7	н.д.	32	н.д.
19 июл	АИЖК 2011-2-2	7.5	6.00%	32	8.74%
19 июл	АИЖК 2011-2-1	7.5	8.25%	32	8.51%
18 июл	ГПБ-26о	10.0	6.75%	2*	6.86%
15 июл	РСХБ-13	5.0	7.70%	4*	7.85%

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

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
4 авг	ЛокоБанк-5	2.5	9.25%	8.10%	1*
5 авг	Мираторг Финанс-1	2.5	11.00%	6.00%	1
8 авг	ПЭС	0.1	9.00%	9.50%	1*
10 авг	Фортум-2	5.0	7.60%	6.50%	2
11 авг	МОЭК	6.0	9.00%	6.35%	2
11 авг	РосТелеком-01	2.0	9.50%	6.60%	2
12 авг	ВТБ Лизинг-9	5.0	6.65%	7.00%	3*
16 авг	РТК Лизинг-16о	1.3	12.00%	11.50%	2
25 авг	Белон-2	2.0	17.00%	н.д.	1
26 авг	Медведь-16о	1.0	14.00%	12.50%	1*
30 авг	Макромир Финанс-1	1.0	7.75%	н.д.	2
1 сен	МРСК Юга-2	6.0	17.50%	н.д.	3
8 сен	Судостр.Банк-3	1.5	9.25%	н.д.	1
8 сен	ТехноНИКОЛЬ-2	3.0	13.50%	н.д.	1
8 сен	Элемент Лизинг-2	2.3	11.50%	н.д.	3
12 сен	РЖД-13	15.0	10.00%	н.д.	3
16 сен	СибирАгрГруппа-2	1.0	17.00%	н.д.	1
16 сен	СИБУР-2	30.0	13.50%	н.д.	4

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
4 авг	Арсенал-3	0.3
5 авг	КрайИнвестБанк-1	0.6
11 авг	Самарская Обл-3	4.5
11 авг	Вестер-Финанс	1.5
11 авг	Европлан	1.0
16 авг	М-Индустрия-1	1.0
23 авг	АИЖК КО-2	0.6
29 авг	Калужская Обл-2	0.8
30 авг	ОМЗ-5	1.5
30 авг	ТГК2-1	4.0
30 авг	РосТелеком-07	1.2
5 сен	ТК Финанс-2	1.0
6 сен	ЮниМилк	2.0
6 сен	МОЭСК	6.0
6 сен	МиГ-2	3.0
6 сен	Волгоградская Обл-03	0.5
7 сен	МОИА-2	1.8
7 сен	ЕБРР-3	7.5

* 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.
4 авг	UkrSibBank 11N	USD	250
10 авг	VTB 11C	CHF	750
11 авг	AlfaBank Ukr 11	USD	250
11 авг	HCFB 11N	USD	450
7 сен	UkrExim 11	USD	500
6 окт	ProdimeX 11	USD	100
12 окт	Moscow 11E	EUR	374
12 окт	VTB 11	USD	450
17 окт	NurBank 11	USD	150
20 окт	Promsvyazbank 11	USD	225

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

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

Каждый аналитик Дирекции анализа экономики и финансовых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данному 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.