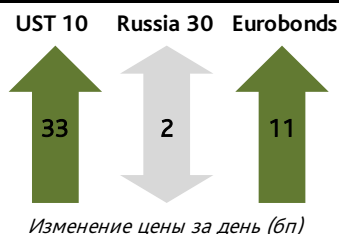


Навигатор долгового рынка

Глобальные рынки и еврооблигации

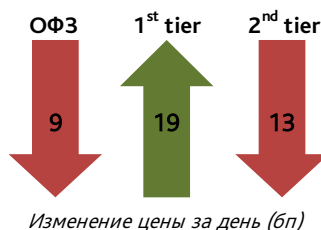
- ⌚ Долгожданная пятница – публикация второй оценки ВВП США за 2К 2011 и выступление Б. Бернанке; QEЗ сегодня не пообещают
- ⌚ Выделение второго транша кредита **ЕврАзЭС Беларуси** (ВЗ/В/НР) может быть отложено; Минск заявляет о намерении стабилизировать ситуацию с валютой за 2 месяца; шансов на рост котировок евробондов республики пока по-прежнему нет
- ⌚ **Итоги торгов по еврооблигациям:** отсутствие единой динамики в преддверии речи Б. Бернанке; рост котировок в длинных выпусках **Газпрома** и **Вымпелкома**; повышенная активность в суверенных выпусках
- ⌚ **Открытие торгов по еврооблигациям:** глобальные рынки замерли в ожидании новостей от ФРС; ждем нейтрального открытия и пониженной активности в российских евробондах
- ⌚ Доходность 10-летних госбумаг **Греции** обновила рекорд от 18 июля, достигнув 18.3%; разногласия по вопросу обеспечения помощи Афинам залогом могут вызвать новый всплеск напряженности в Европе



Изменение цены за день (бп)

Рублевые облигации и денежный рынок

- ⌚ **Рынок рублевого долга в четверг:** продажи в средних **ОФЗ** и выпусках второго эшелона
- ⌚ Уплата **НДПИ** обернулась умеренным ростом ставок; до окончания уплаты налога на прибыль улучшения ситуации ожидать не приходится
- ⌚ **Рубль** может окрепнуть благодаря нефти и ожиданиям позитивных новостей из США; слабые надежды на объявление QEЗ, дополненные исчерпанием фактора налогов на горизонте 1 недели – не в пользу рубля
- ⌚ Купон по выпуску **Судоостроительный Банк-3** установлен на уровне 10% или YTM10.5% к погашению в 2012 при текущих ценах на бумагу; параметры неинтересны, не исключаем существенного объема предъявления бумаг к оферте в сентябре, другие короткие выпуски торгуются с YTP13.0% через 8-9 месяцев

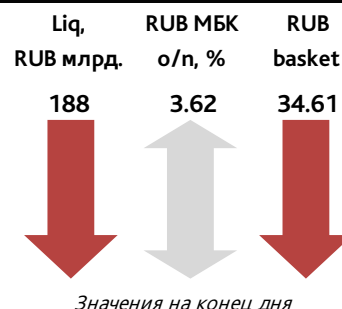


Изменение цены за день (бп)

Кредитные комментарии

- ⌚ **НЛМК** опубликовала неплохую отчетность по US GAAP за 1П 2011; сделка с SIF не ухудшила кредитные метрики компании; к облигациям относимся нейтрально
- ⌚ Отчетность **БКЕ** по US GAAP за 1П 2011: обширные приобретения были профинансированы заемными средствами; облигации оценены справедливо
- ⌚ **Globaltrans** может привлечь синдицированный кредит в случае победы в тендере за ПГК; агрессивная стратегия роста несколько настораживает; на данном этапе нейтрально для облигаций
- ⌚ **Минкомсвязи** поддержало предложение «Консорциума LTE» о выделении частот на связь 4G только четырем операторам; хотя окончательное решение остается за ГРЧ, **Tele2** рискует остаться без этого рынка; на данном этапе нейтрально для бондов **Tele2 Russia**

Индикаторы FX/MM



Значения на конец дня

Российская макроэкономика

- ⌚ **Международные резервы** покоряют новые вершины благодаря переоценке активов в их составе; ЦБ в торги на FX не вмешивался

Макроцифра

USD544 млрд. –
международные резервы

Последние обзоры

- 15 августа Долговая политика РФ 2012-2014: ОФЗ все более востребованы
- 3 августа Ликвидность в ЗК 2011: риски – в деталях
- 29 июля Опасения ЦБ сместились от инфляционных рисков к процентным
- 28 июля Стратегия долговых рынков: август 2011 г.
- 27 июля Банковская система в июне: розница удерживает доходы от падения

Контакты и ссылки






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

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

16:30	ВВП США за 2К 2011 г. (вторая оценка)
16:30	Индекс потребительских расходов в США за 2К 2011 г.
17:55	Индекс потребительского доверия от Мичиганского университета за август
18:00	Речь главы ФРС Б. Бернанке на экономической конференции в Джексон-Хоул

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▲	253	+7
UST10	◄	2.23	-0.04
Russia 30 - UST 10	▲	201	+4
EUR/USD	▼	1.4378	-0.2%
Oil (Brent)	▲	110.9	+0.7%
VIX	▲	39.76	+3.86

Долгожданная пятница – публикация второй оценки ВВП США за 2К 2011 и выступление Б. Бернанке; QEЗ сегодня не пообещают

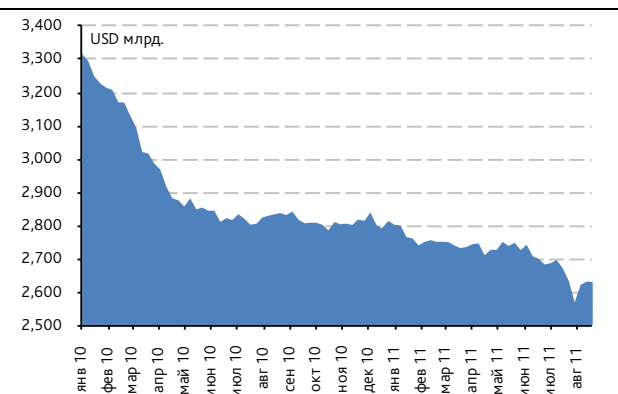
Событие недели (а возможно – сезона или даже года) для рынков произойдет сегодня – долгожданное выступление главы ФРС в Джексон-Хоул (18.00 МСК). Место памятно тем, что год назад Б. Бернанке именно здесь впервые заговорил о втором этапе количественного смягчения, реализованном в ноябре 2010 г. Многие участники рынка лелеют надежду на продолжение «традиции» и презентацию главой ФРС на сегодняшнем выступлении третьего раунда количественного смягчения.

Напомним, что мы с начала года ориентировались на замедление роста экономики США и говорили о неизбежности QEЗ (с оговорками в части формы и инструментов реализации нового этапа количественного смягчения). Наши ожидания QEЗ мы не отменяем, но полагаем, что сегодня рынки в лучшем случае получат неопределенные высказывания из разряда «тщательное наблюдение ФРС за ситуацией в экономике/готовность принять меры в случае необходимости».

Сейчас нецелесообразность запуска QEЗ определяется как минимум низким уровнем доходностей UST, которые, впрочем, имеют потенциал столь же быстрого (каким было их снижение) роста. А первая задача QE – обеспечение низкого уровня реальных ставок в экономике с целью стимулирования спроса на заемные ресурсы со стороны домохозяйств и корпораций. «Против» начала QEЗ сейчас и усилившееся политическое давление на ФРС после дебатов по госдолгу и запуска первых этапов президентской гонки.

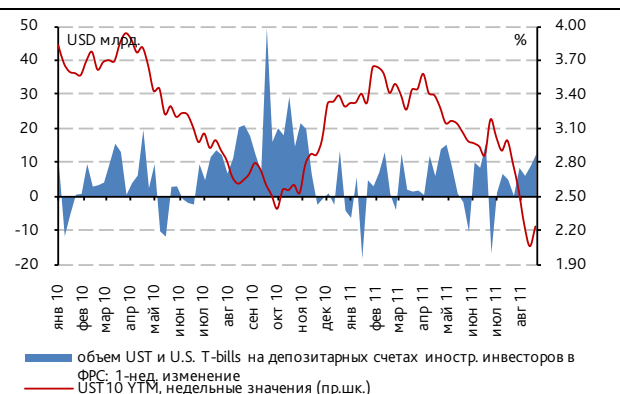
На рынках ожидание пятницы всю неделю сопровождалось осторожным поведением участников: кроме сильных движений в ликвидных биржевых драгметаллах говорить было не о чем. Мы ждем, что в случае реализации вышеописанных ожиданий обозначившийся тренд на снижение цен рисков активов получит свое продолжение.

ДИАГРАММА 1. ОБЪЕМ АКТИВОВ ВЗАИМНЫХ ФОНДОВ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА США, ЯНВАРЬ 2010 – АВГУСТ 2011



Источник: Investment Company Institute

ДИАГРАММА 2. 1-НЕДЕЛЬНОЕ ИЗМЕНЕНИЕ ОБЪЕМОВ UST И UST-BILLS НА ДЕПОЗИТАРНЫХ СЧЕТАХ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ В ФРС И ДОХОДНОСТЬ UST10, ЯНВАРЬ 2010 – АВГУСТ 2011



Источник: Board of Governors of Federal Reserve System, Reuters, НБ «Траст»

Перераспределение спроса между рисковыми/консервативными активами на текущей неделе существенно не поменялось. Объем активов взаимных фондов США, инвестирующих в инструменты денежного рынка, за неделю до 24 августа снизился на USD2.1 млрд., что едва можно рассматривать как заметное изменение на фоне их роста на USD63 млрд. за прошедшие две недели (см. диаграмму 1). Данный индикатор мы рассматриваем не с точки зрения абсолютных величин, а как один из фрагментов общей картины состояния спроса на рисковые активы.

Несмотря на рост объемов UST и US T-bills (в терминах средневзвешенных значений, а не на конец отчетного периода) на открытых в ФРС депозитарных счетах нерезидентов за неделю 18-24 августа на USD12.6 млрд., доходности UST на уходящей неделе росли.

Выделение второго транша кредита ЕврАзЭС Беларуси (ВЗ/В/НР) может быть отложено; Минск заявляет о намерении стабилизировать ситуацию с валютой за 2 месяца; шансов на рост котировок еврооблигаций республики пока по-прежнему нет

Как сообщил накануне Интерфакс со ссылкой на представителя антикризисного фонда ЕврАзЭС, выделение очередного транша стабилизационного кредита Беларуси на USD440 млн. может быть отложено. Напомним, ранее планировалось выделить второй транш в ноябре. Первый транш в размере USD800 млн. поступил в Минск в конце июня. В качестве причины возможной отсрочки в выделении кредита представитель ЕврАзЭС назвал слабую реализацию Минском взятых на себя обязательств, особенно в части стабилизации валютного рынка.

Между тем позднее в четверг РИА Новости со ссылкой на Минфин РФ сообщило, что вопрос о переносе сроков выделения второго транша пока не стоит. В российском ведомстве отметили, что вопрос о втором транше будет решаться не ранее октября и потому говорить об исполнении Минском условий кредита ЕврАзЭС преждевременно.

С нашей точки зрения, подобные противоречивые высказывания в отношении кредита Беларуси являются завуалированной формой давления на Минск. Министр финансов РФ А. Кудрин ранее уже высказывал свое недовольство темпом и размерами проводимых в соседней республике реформ. И, по сути, с тех пор ситуация мало изменилась. Планы по приватизации пока так и остаются планами, а проблемы нехватки валюты и множественности курса по-прежнему актуальны. Любопытно, что президент Беларуси накануне вновь пообещал урегулировать ситуацию на валютном рынке в течение полутора-двух месяцев. Программа стабилизации, как ожидается, будет представлена уже на следующей неделе.

Стоящий перед Беларусью вопрос внешнего финансирования получил в четверг и еще одно уточнение. Сбербанк пока так и не получил ответ от Минска на предложение о выделении совместно с Deutsche Bank Беларусьскому кредиту на USD2 млрд. Напомним, ранее сообщалось о возможности включить данный кредит в состав ЗВР Беларуси.

Мы уже отмечали, что поле для маневра у Минска достаточно небольшое. Учитывая практически нулевую вероятность какой-либо поддержки со стороны МВФ, возможными источниками поступления внешнего финансирования для республики могут быть, помимо данного кредита, второй транш от ЕврАзЭС и продажа 50% Белтрансгаза за USD2.5 млрд.

Суверенные еврооблигации Беларуси, с нашей точки зрения, практически не имеют шансов на рост в обозримом будущем. Надежды на исправление экономической ситуации пока не находят своего подтверждения, а общий негативный внешний фон также не способствует спросу на бумаги республики. Мы считаем вполне вероятным дальнейший рост доходностей по выпускам **Belarus 15** и **Belarus 18** и их стабилизацию в пределах 14-16% на горизонте 1-2 месяцев.

Итоги торгов по еврооблигациям: отсутствие единой динамики в преддверии речи Б. Бернанке; рост котировок в длинных выпусках Газпрома и Вымпелкома; повышенная активность в суверенных выпусках

Ожидания сегодняшнего выступления главы ФРС Б. Бернанке вкпе со слабой статистикой по рынку труда США не позволили сформироваться единому тренду на рынке российских еврооблигаций в четверг. Под давлением оказались среднесрочные бумаги Газпрома, однако котировки на дальнем конце кривой газового монополиста выросли, как и долгосрочные еврооблигации ВымпелКома. Активность в суверенном сегменте была на высоком уровне при преобладающей падающей динамике.

Выпуски **Gazprom 14** и **Gazprom 15** потеряли по итогам дня 45 и 10 бп соответственно, а котировки долгосрочных **Gazprom 34** и **Gazprom 37** поднялись на 1.4 и 1.6 п.п. Умеренным спросом пользовались долгосрочные еврооблигации Транснефти, прибавившие в четверг 10-15 бп.

Из бумаг второго эшелона подешевели выпуски Совкомфлота и РЖД – **Sovcomflot 17** и **Russian Railways 17** потеряли 30 и 10 бп соответственно. Под давлением оказался также еврооблигация **Alrosa 20**, снизившийся в цене на 20 бп. Между тем в длинных еврооблигациях ВымпелКома наблюдалась достаточно высокая активность, сопровождавшаяся движением котировок вверх. В итоге выпуски завершили день выше на 30-60 бп. В плюсе оказались также еврооблигации Евраз и Металлоинвеста.

В банковском секторе активность была минимальной – дневной оборот составил всего около USD2.5 млн. против среднего за год показателя в USD16.5 млн. Повышение котировок на 5-15 бп было отмечено в долгосрочных выпусках ВТБ. Небольшой рост стоимости продемонстрировал также евробонд **NOMOS 12**, прибавивший по итогам четверга около 10 бп.

Наибольшие торговые обороты сосредоточились в четверг в суверенном сегменте, составив около USD80 млн., что вдвое превышает среднегодовое значение. Тем не менее изменение котировок в наиболее ликвидных выпусках было разнонаправленным и незначительным. Так, индикативный выпуск **Russia 30**, достигавший к полудню в цене 119% от номинала, по итогам дня потерял символические 2 бп и опустился в цене до 118.68% от номинала. Спред **Russia 30–UST10** расширился при этом на 4 бп до 201 бп. Менее ликвидные бумаги подешевели на 10-60 бп. В то же время в символическом плюсе завершил день рублевый суверенный евробонд **Russia 18R**. Котировки выпуска выросли на 2 бп – до 104.2% от номинала.

Открытие торгов по еврооблигациям: глобальные рынки замерли в ожидании новостей от ФРС; ждем нейтрального открытия и пониженной активности в российских евробондах

Внешний фон пятницы целиком и полностью определяется ожиданиями выступления Б. Бернанке на ежегодной экономической конференции в Джексон-Хоул. Также значительное влияние на рынки окажет публикация второй оценки ВВП США за апрель-июнь текущего года.

Колебания инвесторов заметны на фондовых площадках Азии, демонстрирующих разнонаправленную динамику. Японский Nikkei 225, в частности, прибавляет менее 0.1%. Фьючерс на S&P 500 торгуется в зеленой зоне (+0.5%). Между тем нефть демонстрирует умеренную тенденцию к снижению стоимости – баррель Brent с утра в четверг стоит около USD110.5. Мы считаем, что торги на российском рынке еврооблигаций начнутся нейтрально, а активность будет находиться на пониженном уровне по крайней мере до 16:30 МСК, когда выйдут данные по ВВП США.

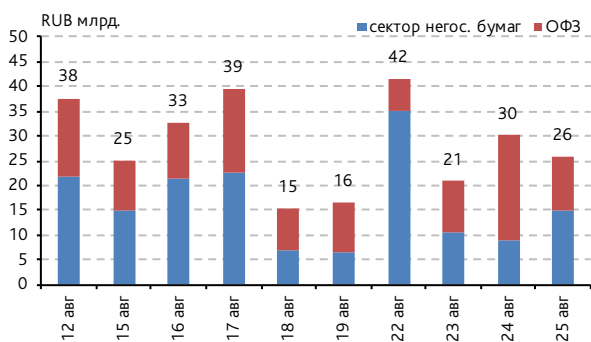
Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

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	12.4%
от 1 до 1.5 лет	16.5%
от 1.5 до 2 лет	8.2%
от 2 до 3 лет	10.1%
от 3 до 5 лет	34.9%
> 5 лет	17.9%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	▲ 6.18%	1.5
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	▲ 7.33%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	◄ 7.91%	6.5
Банки	◄ 7.75%	1.5
Корп 1 эшелон	▼ 7.13%	2.5
Корп 2 эшелон	▲ 8.01%	2.0

Рынок рублевого долга в четверг: продажи в средних ОФЗ и выпусках второго эшелона

В четверг на рублевом рынке проходили заметные продажи в ОФЗ и корпоративных выпусках второго эшелона. В госбумагах основные продажи пришлись на среднюю дюрацию: **ОФЗ 25079**, **ОФЗ 26203** и **ОФЗ 26206** потеряли по 7-10 бп в ценах.

В первом эшелоне наибольшие обороты присутствовали в РСХБ-12 (+55 бп, YTW 7.91%). Во втором эшелоне наиболее сильно продавались металлургические выпуски: **Сибметинвест-2** и **Евразхолдинг-2** подешевели на 30 бп.

Высокой активности на рублевом рынке сегодня ждать не стоит, что традиционно для пятницы; к тому же сегодня состоится небезынтересное даже для рынка рублевого долга событие – выступление Б. Бернанке. С учетом того, что оно начнется только в 18:00 МСК, отреагировать рублевый рынок сможет лишь в понедельник.



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

Денежный рынок

События денежного рынка

29 авг	Уплата налога на прибыль (RUB190-200 млрд.)
30 авг	Депозитный аукцион Минфина на RUB10 млрд. (расчеты на след. день)
31 авг	Возврат с депозитов банков RUB29.2 млрд. Минфину
7 сен	Аукцион 7-летн. ОФЗ на RUB35 млрд.
7 сен	Выплата купонов по ОФЗ на RUB3.6 млрд.
14 сен	Аукцион 10-летн. ОФЗ на RUB35 млрд.

RUB МБК o/n intraday

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

Динамика внутри дня (1-й круг)

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

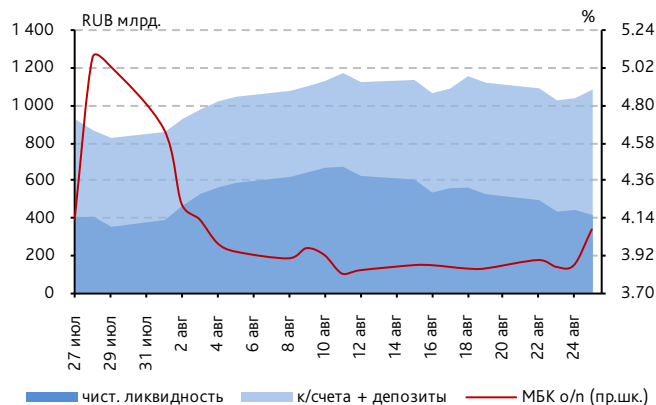
Уплата НДС обернулась умеренным ростом ставок; до окончания уплаты налога на прибыль улучшения ситуации ожидать не приходится

Запас свободных средств в банковской системе вчера ожидаемо снизился. Вчерашний отток почти в RUB226 млрд. объясняется только отчислениями в казну по НДС и акцизам, причем величина изъятия ликвидности полностью совпадает с оцениваемой нами ранее суммой самих налогов – RUB215-230 млрд., что лишь подтверждает наши опасения относительно ослабления встречных поступлений из бюджета. Основные потери понесли депозиты, которые сократились на RUB157.6 млрд. (до RUB249.5 млрд.), при том что корсчета снизились на RUB68.1 млрд. (до RUB605.4 млрд.). Общий объем средств на балансах в ЦБ, как мы и ожидали, опустился ниже психологически важной отметки RUB1.0 трлн. – до RUB854.9 млрд., а чистая ликвидная позиция «похудела» вдвое – до RUB188 млрд., что не может не вызывать беспокойство относительно роста процентных рисков.

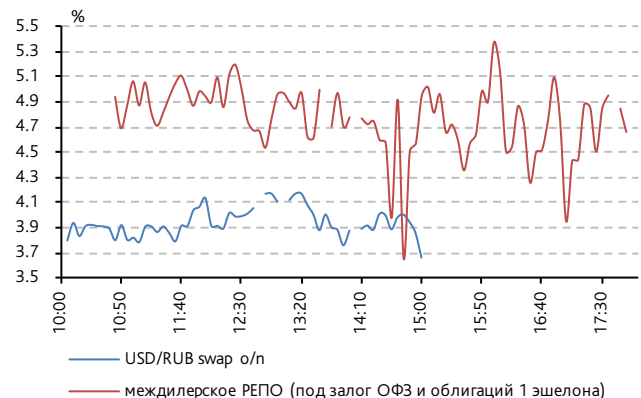
Ставки денежного рынка пока не успели полноценно отреагировать на сжатие ликвидности. Причиной тому высокая фрагментированность рынка и неравномерное распределение ликвидности. Однако для отдельных участников сокращение запаса свободных средств обернулось заметным ограничением доступа к источникам финансирования. Так, испытывающие индивидуальную потребность в ликвидности банки продолжают привлекать средства у ЦБ путем РЕПО – вчера RUB0.498 млрд. на 1 день. Ставки в сегменте МБК овернайт для банков 1-го круга были выше обычного только днем – 3.6-4.0%, а к закрытию они опустились до приемлемых 3.5-3.75%. В сегменте междилерского РЕПО, который традиционно является индикатором проблем с ликвидностью, ставки растеряли все то преимущество, которое было приобретено в последние дни, достигнув 4.8% (+6 бп) – под залог облигаций 1-го эшелона и 4.82% (+1 бп) – под залог ОФЗ.

Учитывая предстоящие платежи по налогу на прибыль (RUB190-200 млрд. по нашим оценкам, до 29 августа), тенденция к оттоку ликвидности и росту ставок продолжится вплоть до вторника (в пределах 50 бп). После этого мы ожидаем поддержку со стороны традиционно поступающих в начале месяца в систему бюджетных средств, которые едва ли позволят ставкам пойти на снижение, но способны сдержать уже случившееся удорожание фондирования.

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Рубль может окрепнуть благодаря нефти и ожиданиям позитивных новостей из США; слабые надежды на объявление QE3, дополненные истощением фактора налогов на горизонте 1 недели – не в пользу рубля

Вчера рубль продолжил отыгрывать падение двухнедельной давности, укрепившись по отношению к бивалютному ориентиру на 6 копеек до RUB34.6. Причем в течение дня стоимость бивалютной корзины опускалась и до RUB34.53 (17:50 МСК). Укрепление рубля следовало за поведением пары евро/доллар, курс которой снизился в течение торговой сессии на 0.6% до 1.4345.

Сегодня основным стимулом для рубля станет выступление главы ФРС в Джексон-Хоул, на котором ожидается объявление третьего этапа количественного смягчения (см. раздел «Глобальные рынки и еврооблигации»). Мы более скептически в своих оценках, полагая, что США едва ли пойдет на такие меры сейчас. Поскольку заседание завершится под конец торговой сессии по московскому времени, рынок может не успеть отыграть новости в течение сегодняшних торгов, и его реакция распространится на понедельник. Надежды на объявление QE3 остаются слабыми, а фактор налогов уже истощает себя, мы ожидаем ощутимой коррекции рубля вниз на следующей неделе.



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


Кредитные комментарии
НЛМК опубликовала неплохую отчетность по US GAAP за 1П 2011; сделка с SIF не ухудшила кредитные метрики компании; к облигациям относимся нейтрально

Вчера один из крупнейших игроков черной металлургии – НЛМК – опубликовал консолидированную отчетность по US GAAP за 1П 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Операционные показатели НЛМК в очередной раз подтвердили исключительно крепкое положение компании. Выручка в 1П 2011 г. достигла USD5.3 млрд. (+49% относительно 1П 2010 г.), EBITDA увеличилась на 24%. Подобная картина объясняется преимущественно позитивной динамикой цен на рынке стали и увеличением доли продаж на внутреннем рынке при одновременном удорожании производственных затрат и укреплении рубля. В результате рентабельность по EBITDA по итогам 1П 2011 г. оказалась на 6 п.п. ниже, чем годом ранее, составив 26%.

Компания ожидает роста выручки в 3К 2011 г. на 10-15% за счет увеличения доли проката в структуре продаж (благодаря консолидации европейских активов) и сохранения рентабельности по EBITDA на уровне 20-25%.

Операционный денежный поток НЛМК несколько снизился во 2К текущего года, относительно 1К, и его объема оказалось недостаточно для финансирования инвестиционной программы. Снижение чистого операционного денежного потока связано преимущественно с увеличением оборотного капитала.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ НЛМК

US GAAP, USD млрд.	1П 2010	2010	1П 2011	2К11/1К11	1П11/1П10
Выручка	3.6	8.4	5.3	27%	49%
EBITDA	1.1	2.3	1.4	40%	24%
Чистая прибыль	0.6	1.2	1.0	58%	75%
Чистый операц. денежный поток	0.4	1.4	0.8	-48%	84%
Капвложения и M&A	0.6	1.5	1.1	78%	75%
Свободный денежный поток	-0.2	-0.0	-0.1		
Совокупный долг, в т.ч.	2.4	2.6	2.6	0%	11%
краткосрочный долг	0.5	0.5	0.5	-1%	1%
Денежные средства и эквиваленты	1.0	0.7	0.9	-7%	-4%
Активы	13	14	16	5%	24%
Показатели					
EBITDA margin	32%	28%	26%		
EBITDA/проценты	126	12	NA*		
Долг/EBITDA**	1.1	1.1	1.0		
Чистый долг/EBITDA**	0.7	0.8	0.7		
Долг/Собственный капитал	0.3	0.3	0.2		

* согласно отчетности, расходы по процентам в 1П 2011 оказались нулевыми

** значение EBITDA за последние 12 месяцев

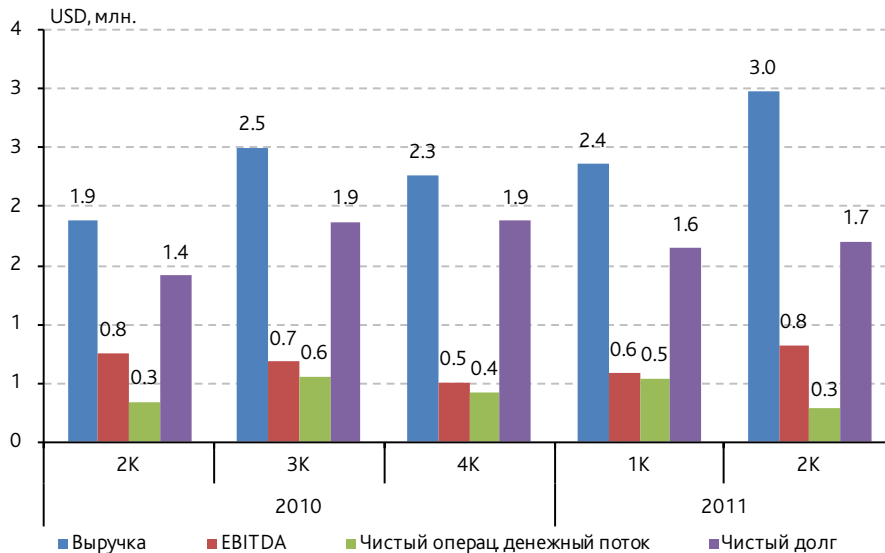
Источник: данные компании, НБ «Траст»

Наиболее интересными моментами опубликованной отчетности и последовавшими за этим комментариями менеджмента НЛМК стали детали сделки с Dufargo и особенности приобретенных прокатных мощностей. Рентабельность этого подразделения находится вблизи нулевых значений, однако вполне вероятно, что эти показатели улучшатся после увеличения поставок товарных слябов со стороны НЛМК на производственные мощности SIF. НЛМК заплатит за прокатные мощности USD600 млн., однако платеж будет осуществлен не единовременно, а четырьмя равными долями в течение четырех лет. Поэтому затраты, которые НЛМК понесла на покупку SIF во 2К 2011 г. составили всего USD150 млн., что не нанесло ущерба ни ее ликвидной позиции, ни потребовало от компании привлечения нового долга.

Долговая нагрузка НЛМК на конец 1П текущего года находится на очень комфортном уровне: показатель «Чистый долг/EBITDA» составил всего 0.7x, а денежные средства почти двукратно покрывают объем краткосрочного долга компании. Благодаря своей умеренной инвестиционной программе и значительному запасу ликвидных средств, кредитное качество НЛМК можно по праву считать эталонным для всей российской металлургической отрасли.

НЛМК	Ba1/BBB- /BBB-
<i>US GAAP, 1П 2011</i>	
Выручка, USD млрд.	5.3
EBITDA margin	26%
Долг/EBITDA	1.0

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ НЛМК



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Рублевые облигации НЛМК предлагают премию к кривой ОФЗ в размере около 100 бп, что вместе с дюрацией чуть больше одного года фактически лишает эти бумаги дальнейшего потенциала снижения доходности.



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

Отчетность БКЕ по US GAAP за 1П 2011: обширные приобретения были профинансированы заемными средствами; облигации оценены справедливо

Вчера крупнейшая российская буровая компания – БКЕ – опубликовала консолидированную отчетность по US GAAP за 1П 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Операционные показатели БКЕ продемонстрировали ожидаемый рост: величина проходки увеличилась на 18% – до 2.3 млн. метров, объем горизонтального бурения (благодаря завершению сделки с Шлюмберже) фактически удвоился относительно 1П 2010 г. и достиг 365 тыс. метров. В результате выручка БКЕ за год увеличилась на 46% и достигла USD1.3 млрд. (+32% относительно 2П 2010 г.). ЕБИТДА демонстрировала меньшие темпы роста +25% за год, что преимущественно связано с ростом затрат на услуги субподрядчиков (USD390 млн. или +87% относительно 1П 2010 г.). В итоге рентабельность по ЕБИТДА снизилась до 21% (25% за аналогичный период прошлого года).

Капитальные затраты БКЕ составили чуть более USD170 млн., поэтому чистого операционного денежного потока оказалось недостаточно для финансирования органического роста. Кроме того, компания в 1П 2011 г. начала агрессивную консолидацию отрасли, скупая буровые активы России и участвуя в бурении Каспийского шельфа. Совокупно в 1П БКЕ потратила на M&A сделки USD560 млн., и почти вся эта сумма была привлечена в виде заемных средств. В отчетности компания указывает 4 основные M&A сделки, в которых участвовала:

- Покупка компании CSVI, занимающейся бурением на Туркменском участке шельфа Каспийского моря, за USD262 млн.
- Обмен активами с компанией Шлюмберже, в результате которого БКЕ заплатила партнеру USD243 млн. наличными средствами и передала активы примерно на USD102 млн. Итогом стало существенное укрепление БКЕ своих позиций на рынке буровых услуг в Западной Сибири.
- Помимо этого, БКЕ участвовала в двух сделках, затраты на которые совокупно составили около USD21 млн.: покупка буровой компании в Коми, а также буровых активов Славнефти.

Буровая компания Евразия	Fitch: BB
US GAAP, 1П 2011	
Выручка, USD млрд.	1.3
ЕБИТДА margin	21%
Долг/ЕБИТДА	1.8

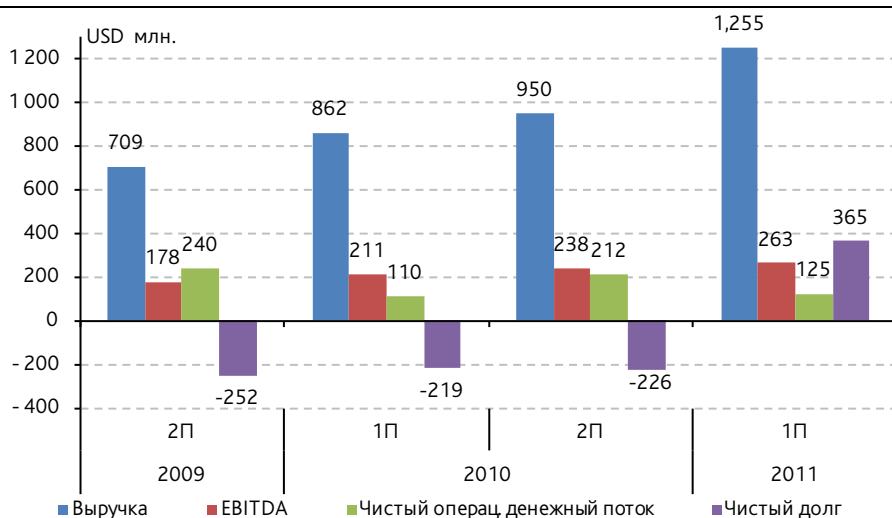
ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ БКЕ

US GAAP, USD млн.	1П 2010	2010	1П 2011	1П11/2П10	1П11/1П10
Выручка	862	1,812	1,255	32%	46%
ЕБИТДА	211	449	263	11%	25%
Чистая прибыль	105	207	151	47%	44%
Чистый операц. денежный поток	110	322	125	-41%	14%
Капвложения и M&A	84	268	729	296%	> 500%
Свободный денежный поток	49	97	-46		
Совокупный долг, в т.ч.	164	403	899	123%	448%
краткосрочный долг	37	117	271	131%	623%
Денежные средства и эквиваленты	383	629	534	-15%	39%
Активы	1,571	1,954	2,766	42%	76%
Показатели					
ЕБИТДА margin	24.5%	24.8%	21.0%		
ЕБИТДА/проценты	27.7	29.9	12.5		
Долг/ЕБИТДА*	0.4	0.9	1.8		
Чистый долг/ЕБИТДА*	< 0	< 0	0.7		
Долг/Собственный капитал	0.1	0.3	0.6		

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

Агрессивный рост за счет нескольких крупных приобретений неизбежно привел к увеличению совокупного долга БКЕ: за 1П 2011 г. он увеличился более чем в 2 раза и достиг значения USD900 млн. Чистое привлечение долга за этот период составило около USD500 млн., большая часть из которых – долгосрочный кредит Райффайзенбанка и длинные рублевые облигации. Даже с учетом столь масштабного роста долга, на наш взгляд, долговая нагрузка компании остается не слишком обременительной для нее: показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» составил всего 0.7х. Безусловно, большой запас ликвидности на счетах БКЕ может свидетельствовать о нацеленности компании на дальнейшую консолидацию отрасли, но мы не склонны считать, что ее долговая нагрузка по итогам года превысит уровень 1.5х.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ БКЕ



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Дебютный рублевый бонд БКЕ не слишком ликвиден, его последние котировки транслировались в доходность порядка 8.4% при дюреции около 4 лет. Этот уровень соответствует бумагам металлургических компаний второго эшелона – Евраза и Мечела, что выглядит справедливо для буровой компании. Учитывая невысокую ликвидность выпуска, мы не ожидаем от него опережающей рынок динамики.



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

Globaltrans может привлечь синдицированный кредит в случае победы в тендере за ПГК; агрессивная стратегия роста несколькостораживает; на данном этапе нейтрально для облигаций

По данным Интерфакс, крупный независимый железнодорожный оператор – Globaltrans – ведет переговоры с консорциумом банков о привлечении синдицированного кредита в размере до USD5 млрд. на покупку контрольного пакета ПГК.

КОММЕНТАРИЙ

Намерение Globaltrans участвовать в тендере на покупку 75% - 2 акции ПГК уже неоднократно озвучивалось менеджментом компании, поэтому желание компании привлечь заемные средства для финансирования этой сделки выглядит вполне логичным развитием событий. С другой стороны, объем заимствований в случае победы Globaltrans в тендере обещает быть очень значительным даже для объединенной компании. По нашим оценкам, даже в случае невысокой оценки приобретаемого пакета ПГК на уровне около USD4 млрд. долговая нагрузка объединенной компании превысит значение 3.5x в терминах «Долг/ЕБИТДА».

Несколькостораживает и общая нацеленность менеджмента компании на агрессивный рост: в случае проигрыша в тендере на покупку ПГК компания намерена купить других, более мелких, железнодорожных операторов, а также рассматривает возможность объединения с одним из конкурентов. Любое из этих действий неминуемо приведет к новым привлечением долга и росту долговой нагрузки, что с большой вероятностью будет негативно воспринято кредиторами компании. С другой стороны, на данном этапе еще слишком рано говорить о неминуемом ухудшении кредитного качества Globaltrans, поскольку с формальной точки зрения кредитные метрики компании выглядят крепко.

Рублевые облигации дочерней компании Globaltrans – НПК – имеют call-опцион, который наступает в январе 2013 г., что несколько ограничивает спрос со стороны инвесторов. Доходность к коллу на данный момент составляет около 7.5%, и порядка 8.4% – к погашению, что фактически соответствует доходностям бумаг Мечела. На этом уровне мы нейтрально относимся к бумагам НПК, и не ожидаем от них позитивной реакции на намерение компании существенно увеличить свой долг.



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

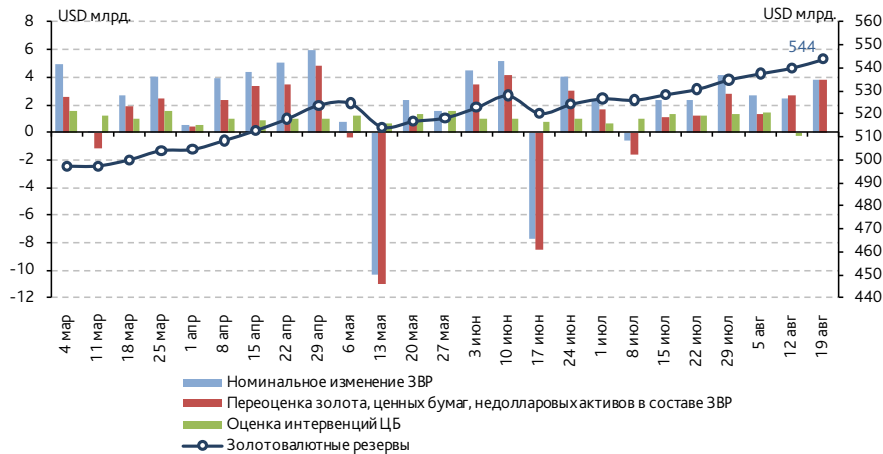
Globaltrans	NR
<i>МСФО, 2010</i>	
Выручка, USD млрд.	1.4
ЕБИТДА margin	28.3%
Долг/ЕБИТДА	1.3

Российская макроэкономика

Международные резервы покоряют новые вершины благодаря переоценке активов в их составе; ЦБ в торги на FX не вмешивался

Согласно опубликованным вчера данным ЦБ, международные резервы РФ за неделю с 12 по 19 августа 2011 г. выросли на USD3.8 млрд. до USD544.0 млрд., достигнув нового максимума с октября 2008 г.

ДИАГРАММА 1. ИЗМЕНЕНИЕ СТОИМОСТИ СОСТАВЛЯЮЩИХ МЕЖДУНАРОДНЫХ РЕЗЕРВОВ, 2011

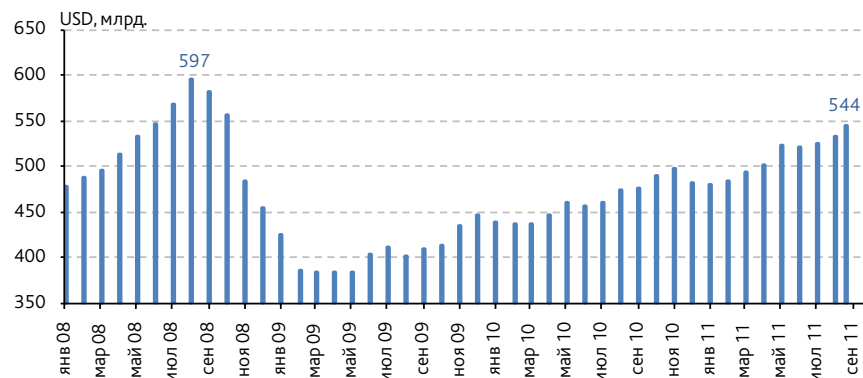


Источник: ЦБ, НБ «Траст»

КОММЕНТАРИЙ

На прошедшей неделе международные резервы росли только благодаря переоценке. Чистая валютная переоценка сложилась положительной на уровне USD3.56 млрд., из которых прирост в USD2.4 млрд. приходится на удорожание евро, а USD1.1 млрд. – на укрепление британского фунта. Вклад в увеличение ЗВР от удорожания золота, по нашим оценкам, составил около USD200 млн. Оставшаяся разница из общего прироста ЗВР (USD3.8 млрд.) объясняется нетто-переоценкой ценных бумаг, входящих в состав международных резервов (в том числе краткосрочных казначейских облигаций США и облигаций Еврозоны). На минувшей неделе курс рубля к бивалютной корзине колебался в том диапазоне, в котором по нашим предположениям, ЦБ интервенций не проводит. Мы полагаем, что в ближайшие месяцы международные резервы еще имеют потенциал роста, однако достижение по стоимости пиков 2008 г. кажется менее вероятным по мере нарастания девальвационных опасений и сопряженных с этим ожиданий ответных мер ЦБ в виде продаж иностранной валюты.

ДИАГРАММА 2. ДИНАМИКА МЕЖДУНАРОДНЫХ РЕЗЕРВОВ, 2008-2011



Источник: ЦБ, НБ «Траст»



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

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
17 авг	Держава АКБ-1	0.3	10.25%	1*	10.50%
5 авг	РенессансКапитал-3бо	3.0	9.90%	2*	10.14%
3 авг	Абсолют Банк-5	1.8	8.00%	3*	8.16%
2 авг	ОТП Банк-1бо	5.0	7.95%	3	8.11%
2 авг	Мираторг Финанс-1бо	3.0	8.75%	3*	8.94%
2 авг	МеталлургКомБанк-1бо	1.5	8.70%	2*	8.89%
1 авг	Глобэкс КБ-6бо	2.0	6.95%	1*	7.07%
1 авг	Глобэкс КБ-4бо	3.0	6.95%	1*	7.07%
28 июл	ЮТЭйр-Финанс-5	1.5	9.50%	5	9.73%
28 июл	Группа ЛСР-5бо	2.0	8.47%	3	8.65%
28 июл	Стройкредит КБ-2бо	1.0	9.90%	1*	10.14%
28 июл	Стройкредит КБ-1бо	1.0	9.90%	1*	10.14%
26 июл	ММК-7бо	5.0	7.25%	3	7.38%
21 июл	Комос Групп-1бо	1.5	11.00%	3	11.30%
21 июл	ФСК ЕЭС-16	20.0	7.95%	7*	8.11%
19 июл	АИЖК 2011-2-3	1.7	н.д.	32	н.д.
19 июл	АИЖК 2011-2-2	7.5	6.00%	32	8.74%
19 июл	АИЖК 2011-2-1	7.5	8.25%	32	8.51%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
29 авг	Медведь-Финанс-2	1.0	н.д.	1*
29 авг	ТрансФин-М-15	1.0	н.д.	5*
30 авг	ТрансФин-М-12бо	0.5	н.д.	3
30 авг	ТрансФин-М-13бо	0.5	н.д.	3

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
26 авг	Медведь-1бо	1.0	14.00%	12.50%	1*
30 авг	Макромир Финанс-1	1.0	7.75%	н.д.	2
1 сен	МРСК Юга-2	6.0	17.50%	8.10%	3
8 сен	Судостр.Банк-3	1.5	9.25%	10.00%	1
8 сен	ТехноНИКОЛЬ-2	3.0	13.50%	13.50%	1
8 сен	Элемент Лизинг-2	2.3	11.50%	12.00%	3
12 сен	РЖД-13	15.0	10.00%	0.10%	3
16 сен	СибирАгрГруппа-2	1.0	17.00%	н.д.	1
16 сен	СИБУР-2	30.0	13.50%	н.д.	4
20 сен	Эгида	0.1	9.10%	н.д.	2
22 сен	ГС Сухого	5.0	9.25%	н.д.	6
22 сен	ПЭБ Лизинг-3	0.5	14.00%	н.д.	3
22 сен	Русский Межд.Банк-3	1.1	10.75%	н.д.	2
22 сен	СеверСталь-1бо	15.0	14.00%	н.д.	1
26 сен	Акрон-2	3.5	14.05%	н.д.	2
29 сен	Ай Теко-1	0.6	12.50%	н.д.	1
29 сен	МИК-2	1.0	13.75%	н.д.	4
5 окт	Ростелеком-04	2.0	7.50%	н.д.	2

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
29 авг	Калужская Обл-2	0.8
30 авг	ОМЗ-5	1.5
30 авг	ТГК2-1	4.0
30 авг	Ростелеком-07	1.2
5 сен	ТК Финанс-2	1.0
6 сен	ЮниМилк	2.0
6 сен	МОЭСК	6.0
6 сен	МиГ-2	3.0
6 сен	Волгоградская Обл-03	0.5
7 сен	МОИА-2	1.8
7 сен	ЕБРР-3	7.5
13 сен	МосЭнерго-1	5.0
14 сен	НК Альянс-1	3.0
15 сен	Запсибкомбанк-1	1.5
20 сен	СатурнНПО-2	2.0
20 сен	Русский Стандарт-7	5.0
22 сен	НОК-2	0.2
23 сен	МетроСтрой	1.5

* 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.
7 сен	UkrExim 11	USD	500
6 окт	ProdimeX 11	USD	100
12 окт	Moscow 11E	EUR	374
12 окт	VTB 11	USD	450
17 окт	NurBank 11	USD	150
20 окт	Promsvyazbank 11	USD	225
22 окт	VimpelCom 11	USD	300
4 ноя	InterGaz 11	USD	250
10 ноя	AIZK 11R	RUB	1040
14 ноя	SberBank 11	USD	750

Руководитель инвестблока

Игорь Потапов

+7 495 647-90-44

Дирекция анализа долговых рынковresearch.debtmarkets@trust.ru

+7 495 789-36-09

Дирекция финансовых рынковsales@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****Юлия Сафарбакова**

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru**Дмитрий Турмышев**

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru**Артем Петросьян**

+7 495 647-25-67

petrosyan.artem@trust.ru**Яна Шнайдер**

+7 495 647-25-74

yana.shnayder@trust.ru

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

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

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