

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- Итог заседания **ЕЦБ**: сохранение ставок, положительная оценка развития экономики в 4 кв. 2010 г., ожидание роста инфляционного давления в краткосрочной перспективе
- Банк Англии** проголосовал за стабильность: ставка сохранена неизменной; программа выкупа активов не изменилась
- Доходности бумаг **Испании** и **Италии** в ходе аукционов заметно выросли; политические решения ЕС определяют дальнейшую динамику долгового рынка
- Число **первичных заявок** на пособие по безработице выросло, оказав давление на **нефтяной рынок**
- Казус Бернанке**. Глава ФРС связывает **рост доходности UST 10** с улучшением ситуации в экономике; ранее же он заявлял, что его основная задача – снижение ставок на длинном конце кривой UST
- Новое предложение **евробондов от РЖД** не ударит по вторичному рынку
- ТМК** будет рефинансировать евробонд ТМК 11 **новым выпуском**; предлагает держателям бумаг **изменить ковенанты**; рекомендуем соглашаться; новые облигации должны торговаться с премией к кривой Evraz Group
- Корпоративные еврооблигации** показали смешанную динамику, а суверенные – вновь подорожали; спред **Russia 30 – UST 10** по-прежнему колеблется у отметки **140 бп** ([стр. 2-4](#))

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- Ситуация с **ликвидностью** не вызывает беспокойства в преддверии нового налогового периода
- На **вторичном рынке** – рост числа рыночных сделок, спрос на **металлургов** и **Башнефть**; рынок **ОФЗ** окончательно расторгивается ([стр. 5-6](#))

МАКРОЭКОНОМИКА

- Инфляция** с 1 по 11 января ускорилась до 0.8%; рост цен в январе мы ожидаем в пределах 2% ([стр. 7](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- Транснефть**: очередная нейтральная отчетность по МСФО; предложения новых облигаций не ожидаем
- Распадская**: восстановление операционных показателей в 4К 2010 чуть не дотянуло до планируемых менеджментом; кредитный профиль стабилен; возможно рефинансирование евробонда
- VimpelCom Ltd.** может предложить Савирису голосующие акции в обмен на места в совете директоров; это более благоприятный сценарий для реализации сделки с Weather Investments ([стр. 8-10](#))
- Лукойл** снизил добычу в 2010 году на 1.7% (до 96 млн. тонн), увеличил добычу газа на 12% (до 20 млрд.куб.м.)

СЕГОДНЯ

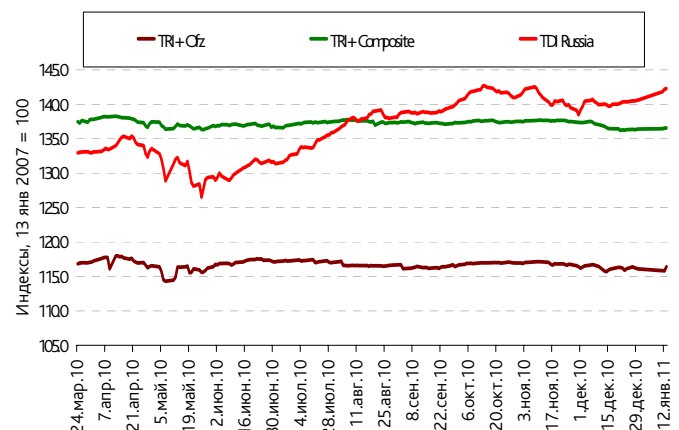
- Статистика США: индекс потребительских цен, рост промпроизводства, розничные продажи, потребительские настроения

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↑ 193.00	4.00	-8.00	-6.00
EMBI+ spread	↑ 237.78	2.49	-6.20	-3.35
Russia 30 Price	↑ 116.30	+ 1/8	+1 5/8	+ 5/8
Russia 30 Spread	↑ 140.50	+4.80	-14.00	-8.00
Russia 5Y CDS	↑ 141.48	+1.93	-0.18	-5.03
UST 10y Yield	↓ 3.306	-0.07	-0.12	-0.03
BUND 10y Yield	↓ 3.042	-0.01	-0.02	+0.12
UST 10y/2y Yield	↓ 272.5	-4	-6	-1
Mexico 33 Spread	↑ 224	+6	-17	-8
Brazil 40 Spread	↑ 67	+7	-39	-15
Turkey 34 Spread	↑ 272	+5	+23	+15
ОФЗ 26199	↓ 6.00	-0.03	-0.27	-0.24
Москва 50	↑ 5.99	+0.16	+0.03	+0.10
Мособласть 8	↓ 8.09	-0.36	-0.52	-0.43
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	0.00
МТС 3	↔ 7.45	-	+0.02	-0.01
Руб / \$	↓ 30.093	-0.533	-0.627	-0.258
\$ / EUR	↑ 1.335	+0.022	+0.012	+0.000
Руб / EUR	↓ 39.482	-0.126	-1.404	-1.006
NDF 1 год	↑ 4.830	+0.070	+0.100	+0.130
RUR Overnight	↔ 2.00	0.0	+0.3	
Корсчета	↓ 712.8	-222.70	+29.90	-175.50
Депозиты в ЦБ	↑ 990.4	+220.30	+741.00	+420.80
Сальдо опер. ЦБ	↑ 346.60	+34.50	+225.70	+410.40
RTS Index	↑ 1876.27	+0.11%	+7.36%	+5.85%
Dow Jones Index	↓ 11731.90	-0.20%	+2.02%	+0.52%
Nasdaq	↓ 2735.29	-0.07%	+3.72%	+1.63%
Золото	↓ 1376.40	-0.74%	+0.03%	-2.71%
Нефть Urals	↓ 95.25	-0.07%	+6.63%	+3.31%

TRUST Bond Indices

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↓ 230.16	-0.28	-1.04	13.65
TRIP Composite	↓ 234.86	-0.35	-1.70	5.80
TRIP OFZ	↓ 183.55	-1.54	-2.69	5.83
TDI Russia	↓ 204.15	-2.24	-7.61	6.24
TDI Ukraine	↓ 198.71	-1.33	-5.15	26.98
TDI Kazakhs	↓ 166.21	-1.75	-3.49	17.99
TDI Banks	↓ 207.42	-1.47	-4.19	8.20
TDI Corp	↓ 210.56	-2.94	-10.51	7.31

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices




ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Итог заседания ЕЦБ: сохранение ставок, положительная оценка развития экономики в 4 кв. 2010 г., ожидание роста инфляционного давления в краткосрочной перспективе

По итогам первого в текущем году заседания ЕЦБ регулятор оставил прежними ставки по операциям на открытом рынке (1.00% – ставка по предоставлению кредитов коммерческим банкам на срок 7 дней, рассматриваемая как ключевая) и постоянно действующим механизмам рефинансирования (1.75% – верхний предел для уровня ставки овернайт, 0.25% – ставка по депозитным операциям). Каких-либо изменений рынок накануне и не ожидал: практически никаких движений не было ни в кривой ставок OIS, ни во фьючерсной кривой по ставке EURIBOR.

Анализ экономической ситуации в зоне евро, содержащийся в [пресс-релизе](#), подтверждает ожидания рынка относительно продолжения растущего тренда в экономике в 4 квартале (отметим, что по итогам 3 кв. предварительная оценка роста ВВП составила +0.3% квартал к кварталу).

Наряду с этим ЕЦБ вновь указал на ожидания роста инфляции в краткосрочной перспективе – подобные опасения регулятор впервые обозначил по итогам декабрьского заседания. Предварительная оценка декабрьской инфляции, опубликованная в начале месяца, указывает на рост цен в годовом исчислении на 2.2% (фактором для данного роста видится высокий уровень цен на энергоносители). Окончательная оценка показателя публикуется сегодня – едва ли она будет отличаться от предварительной. В то же время ЕЦБ не видит оснований для роста цен в среднесрочной перспективе и риска превышения среднесрочного ориентира регулятора по уровню инфляции в 2%.

Мы также полагаем, что на среднесрочном горизонте ускорение инфляции в еврозоне маловероятно: расширение потребительского спроса сдерживается высокой безработицей (10.1% в ноябре), равно как и высокими уровнями бюджетных дефицитов в большинстве стран зоны евро (что ограничивает возможность увеличения госрасходов).

Банк Англии проголосовал за стабильность: ставка сохранена неизменной; программа выкупа активов не изменилась

Несколько раньше ЕЦБ прошло заседание Банка Англии – традиционно сжатый итоговый пресс-релиз констатировал сохранение ключевой ставки (ставки, начисляемой на резервы коммерческих банков) на уровне 0.5% и объема программы выкупа активов (составляющей GBP200 млрд.). Протокол вчерашнего заседания Банка Англии будет обнародован 26 января.

Доходности бумаг Испании и Италии в ходе аукционов заметно выросли; политические решения ЕС определяют дальнейшую динамику долгового рынка

Испания в четверг разместила гособлигации на EUR3 млрд., а Италия – на EUR6 млрд. При этом инвесторы проявили к бумагам обеих стран более высокий интерес по сравнению с предыдущими аукционами по аналогичным бондам, что помогло Мадриду и Риму привлечь максимально запланированные суммы.

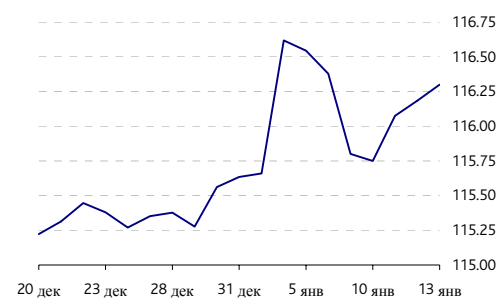
Тем не менее доходности бумаг двух периферийных стран зоны евро продемонстрировали существенный рост (до 4.5% на вчерашнем аукционе против 3.6% на прошлом аукционе для испанских пятилеток и до 3.7% против 3.2% для итальянских бондов с погашением в 2015 г.), отразив сохраняющуюся на долговом рынке Европы напряженность.

Мы рассматриваем результаты аукционов по гособлигациям Испании и Италии как смешанные. Несмотря на то, что основные опасения нового обострения долгового кризиса были сняты в среду, когда Португалия успешно продала свои бумаги, данные из Мадрида и Рима не дают оснований говорить об устойчивой стабилизации долгового рынка Старого Света. С нашей точки зрения, вероятность дальнейшего повышения доходностей суверенных бондов проблемных стран еврозоны сохраняется, а развитие событий на долговом рынке во многом определяют итоги заседания Еврогруппы на следующей неделе и саммита ЕС в начале февраля.

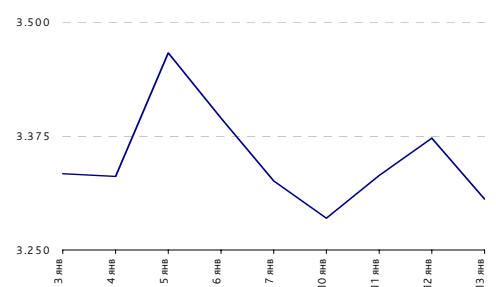
Число первичных заявок на пособие по безработице выросло, оказав давление на нефтяной рынок

Согласно опубликованным накануне данным, число первичных заявок на пособие по безработице в США выросло за прошлую неделю на большую, чем

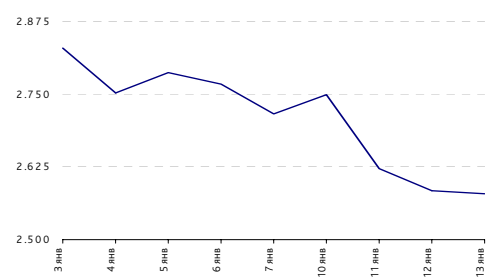
Russia 30 (Price)



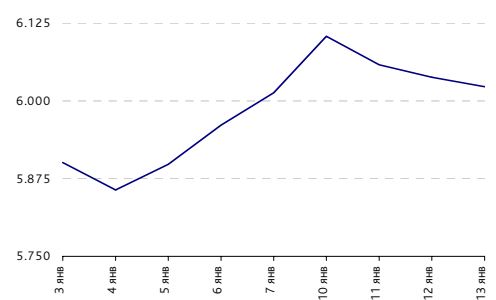
US Treasuries 10 Year (YTM)



Brazil 40 (YTM)



Turkey 34 (YTM)





ожидалось, величину (+35 тыс.) и составило 445 тыс.

Несмотря на увеличение показателя, мы полагаем, что общий его тренд по-прежнему остается понижающимся, хотя темпы сокращения числа подаваемых заявок, вероятно, останутся низкими в среднесрочной перспективе.

На фоне статистики по рынку труда отрицательную динамику продемонстрировали цены на нефть, в начале недели существенно увеличивавшиеся и вплотную приблизившиеся к отметке в USD100 за баррель. В начале торгов в пятницу нефть также дешевеет. Стоимость февральских фьючерсов на американскую легкую нефть марки WTI составляет USD91.1 за баррель, а за бочку североморской нефтяной смеси марки Brent дают USD97.2.

Казус Бернанке. Глава ФРС связывает рост доходности UST 10 с улучшением ситуации в экономике; ранее же он заявлял, что его основная задача – снижение ставок на длинном конце кривой UST

В четверг, комментируя ситуацию в американской экономике, глава ФРС Бен Бернанке отметил, что возросшие доходности UST (для UST 10 показатель вырос до 3.3% с 2.6% 3 ноября, когда была запущена QE2) отражают улучшение экономических показателей и прогнозов на будущее, а не низкую эффективность программы валютного стимулирования. Заметим, что рынок в большинстве своем исходит из того, что основной задачей Бернанке является как раз, наоборот, снижение ставок и рост доступности кредитных средств в крупнейшей экономике мира.

Несмотря на слова Бернанке о продолжающемся восстановлении экономики США, мы по-прежнему полагаем, что объем QE2 не будет сокращен из-за все еще достаточно слабых показателей рынка труда.

Новое предложение евробондов от РЖД (Ваа1/BBB/BBB) не ударит по вторичному рынку

Как сообщает Интерфакс, РЖД планирует разместить бумаги с 15 по 25 марта вскоре после публикации своей МСФО отчетности за 1П 2010 года. Параметров пока нет, однако ранее менеджмент заявлял об эквиваленте USD300-600 млн. Точные сумма и валюта займа будут определены позднее.

Всего, согласно планам компании, в 2011 году ей необходимо будет занять около RUB45 млрд. на рефинансирование долга, притом в основном в рублях. Таким образом, мы не считаем, что предложение новых бумаг до конца года сильно «просадит» торгующийся сейчас выпуск RZD 17. В то же время острая необходимость в финансировании дефицита средств на инвестпрограмму может дать о себе знать.

Что касается возможной доходности новых бумаг, то мы считаем, что дисконт в 30-40 бп (как и у RZD 17) вполне справедлив с учетом вхождения бумаг госмонополии в список EMBI+. В то же время ближе к 2013 году с возможной приватизацией и выходом из списка доходность может вернуться на более фундаментально обоснованные уровни (не ниже кривой Газпрома).

ТМК (B1/B/NR) будет рефинансировать евробонд ТМК 11 новым выпуском; предлагает держателям бумаг изменить ковенанты; рекомендуем соглашаться; новые облигации должны торговаться с премией к кривой Evraz Group

Поздно вечером Bond Radar сообщил о том, что ТМК начинает серию встреч с инвесторами в Азии и Европе 17 января с целью выпустить долларовый евробонд. Новость стала ожидаемой (см. подробнее кредитный комментарий от 13.01.2011) на фоне приближающегося погашения ТМК 11 в июле текущего года.

Также сегодня компания вышла с предложением несколько ослабить ковенанты, а именно увеличить объем разрешенного привлечения долгов со USD100 млн. до USD270 млн. и чуть удлинить срок возможного рефинансирования долгов. За это инвесторам предлагается премия в 0.25% от номинала. Мы считаем, что этот ход является частью программы по рефинансированию евробонда, и рекомендуем соглашаться.

При потенциальном прайсинге нового выпуска мы бы рекомендовали инвесторам исходить из того факта, что кредитный профиль ТМК в последний год улучшается высокими темпами, и повышение рейтингов до категории double-B вероятно уже во 2П 2011. Обоснованной при этом была бы небольшая премия к кривой Евраз, который на евробондах оценен более справедливо, чем на рублевом рынке.



В то же время мы не исключаем большего потенциала в бумагах ТМК за счет ориентированности на нефтегазовый сектор, более перспективный на этот год, нежели строительный, на который ориентирован Евраз.

Корпоративные еврооблигации показали смешанную динамику, а суверенные – вновь подорожали; спред Russia 30 – UST 10 по-прежнему колеблется у отметки 140 бп

Рынок российских корпоративных еврооблигаций в четверг продемонстрировал разнонаправленную динамику. Так, в нефтегазовом секторе продолжились покупки: длинные бумаги Газпрома подорожали на 70-80 бп, а среднесрочные Лукойла – на 10 бп. В плюсе были и долгосрочные бумаги TNK-BP (рост стоимости на 10 бп).

В бумагах компаний второго эшелона единого тренда не наблюдалось. Если бонды Евразы продолжили дорожать (+40 бп), то облигации Алросы, напротив, корректировались вниз после двух дней роста, подешевев на 10 бп.

Отрицательную динамику стоимости продемонстрировали в четверг евробонды Совкомфлота (-30 бп) и ВымпелКома (-10 бп). Бумаги банковского сектора также не пользовались спросом у инвесторов, за исключением длинных выпусков ВТБ, подорожавших на 50 бп.

Суверенный долг в четверг был снова в фаворе у инвесторов. **Russia 30** поднялась в цене на 10 бп и к концу дня торговалась на уровне 116.3% от номинала. Спред **Russia 30 – UST 10** сохранился вблизи отметки 140 бп.

Алексей Тодоров, aleksey.todorov@trust.ru

☎ 789-36-09

Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 789-36-09

Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru

☎ 786-23-48



ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Ситуация с ликвидностью не вызывает беспокойства в преддверии нового налогового периода

Ситуация с ликвидностью остается благоприятной, что не может не радовать в преддверии начала нового налогового периода 17 января (уплатой страховых взносов во внебюджетные фонды). Балансы ЦБ демонстрируют, что банки продолжают придерживаться тенденции «переброски» средств с [корсчетов](#) (-RUB19.2 млрд. до RUB693.6 млрд.) на [депозиты](#) (+RUB39.2 млрд. до RUB1,029.6 млрд.). Итогом вчерашнего дня стал чистый приток ликвидности в RUB16.3 млрд., на фоне которого суммарный объем остатков на корсчетах и депозитах и чистый запас ликвидности достигли локальных максимумов – RUB1.72 млрд. и RUB2.2 трлн. соответственно.

В столь комфортных условиях с ликвидностью ставки денежного рынка продолжают снижаться. Так, средства на межбанке днем стоили в основном 2.5-2.75%, а вечером их цена опустилась до 2.5%. Рекордно низкой вчера сложилась средняя стоимость фондирования через 1-дневное междилерское РЕПО под залог ОФЗ и облигаций 1-го эшелона – порядка 3%, минимума за последние 3-4 месяца.

Из основных событий, способных «оттянуть» ликвидность сегодня и на следующей неделе – это страховые выплаты во внебюджетные фонды (около RUB70 млрд. до 17 января), НДС (до 20 января) и аукцион **ОФЗ 25076** на RUB30 млрд. (19 января). Впрочем, с учетом «навеса ликвидности» в RUB700 млрд. бюджетных средств в декабре 2010 г., предстоящие налоговые выплаты могут быть чреваты лишь краткосрочным несущественным подьемом коротких ставок и серьезной угрозы для денежного рынка не представляют.

На вторичном рынке – рост числа рыночных сделок, спрос на металлургов и Башнефть; рынок ОФЗ окончательно расторговывается

В четверг рынок рублевого публичного долга принял нормальные рыночные формы. Роста или падения котировок по отдельным бумагам сразу на 1.0-1.5 п.п. было значительно меньше, чем во вторник-среду. Активность сместилась в сторону ОФЗ и blue chips. Активно торговались самые ликвидные выпуски **ОФЗ 25073**, **ОФЗ 25075** и **ОФЗ 25066** (рост в пределах 5-10 бп). Новый выпуск **ОБР-17** насобирает вчера покупателей всего на RUB3.7 млрд.

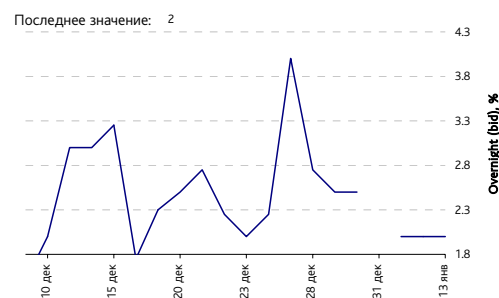
ТАБЛИЦА. ТОРГИ НАИБОЛЕЕ ЛИКВИДНЫМИ ОБЛИГАЦИЯМИ

Название	Объем торгов	Кол-во сделок	CLOSE		CHANGE (bp)		
			WA	LAST CLOSE WA	WA	YLD	DUR
	3 726	17	99.16				
SU25073RMFS6	1 663	21	101.34	101.23	11	6.02	1.5
SU25066RMFS0	1 128	7	102.87	102.89	-2	4.46	0.5
БашНефть3	1 013	19	108.25	108.1	15	8.08	1.8
SU25072RMFS8	750	25	101.75	101.68	7	6.32	1.9
Транснефть 3	668	24	106.48	106.06	42		
Внешэкономбанк 8	620	6	99.25	99.2	5	7.35	2.5
SU25075RMFS1	600	61	98.36	98.3	6	7.45	3.8
ЕвразХолдФ2	551	9	101.22			9.87	3.9
Мос.обл.7в	523	11	99.27	99	27	8.43	2.9
SU25067RMFS8	493	8	108.97			6.06	1.6
SU25065RMFS2	482	14	111.9			6.33	2
MTC8	429	19	99.75	99.65	10	8.41	4
SU25068RMFS6	374	6	116	115.95	5	7.04	3
ВК-Инвест 3	363	13	104.36	104.4	-4	6.04	0.5
Сибметинвест 1	335	14	112.86	112.67	20	9.59	3
ВК-Инвест 6	315	8	99.76	99.74	2	8.5	3.9
SU25071RMFS0	310	5	103.33	103.31	2	7.22	3.4
АЛРОСА 21	307	6	101.21	101.03	18	7.99	2.2
SU26202RMFS0	305	7	114.41	114.4	1	7.16	3.3

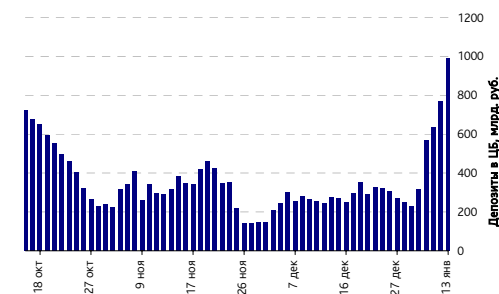
Источник: ММВБ, НБ «ТРАСТ»

Традиционным спросом продолжали пользоваться облигации Евраза, Алросы. Возможно, на новостях от главы Транснефти (см. кредитный комментарий ниже) инвесторы подняли цену **Транснефть-3** более чем на 40 бп.

Ставка overnight (максимум, bid)



Депозиты в ЦБ РФ





Из примечательного отметим еще неагрессивные покупки в облигациях Башнефти – компании, кредитное качество которой рискует улучшиться динамичнее всего в сегменте эмитентов «нефть и газ» (более подробно см. наш специальный обзор «Налоговая реформа нефтяной отрасли. Краткий анализ и влияние на отдельные компании» от 21 декабря 2010 г.).

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru

☎ 789-35-94

Леонид Игнатъев, leonid.ignatiev@trust.ru

☎ 647-23-60



МАКРОЭКОНОМИКА

Инфляция с 1 по 11 января ускорилась до 0.8%; рост цен в январе мы ожидаем в пределах 2%

Согласно опубликованным вчера данным ФСГС, темп инфляции в РФ с 1 по 11 января 2011 г. ускорился до 0.8% по сравнению с 0.7% за аналогичный период 2010 г. и недельной инфляцией 0.3% в декабре 2010 г.

КОММЕНТАРИЙ

Инфляционный всплеск в первые дни нового года является традиционным для этой поры явлением и связан в основном с повышением тарифов в первые же числа января. Даже с учетом сезонности инфляция на уровне 0.8% за 11 дней достаточно высока и сопоставима со значениями 2008 г., а ведь тогда в раскручивании инфляции принимали роль гораздо более серьезные факторы (глобальный продуктовый шок).

Быстрее всего продолжает дорожать зерновая и молочная продукция. Сахар и подсолнечное масло вполне ощутили последствия всплеска глобальных продовольственных цен. Мясо, как и ожидалось, дорожает в связи с дефицитом, образовавшимся вследствие вынужденного забоя скота летом 2010 г. Набирают обороты и цены на плодоовощную продукцию (+3.6%).

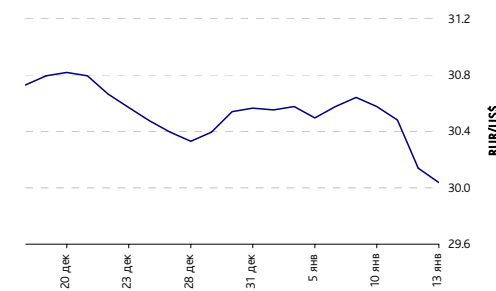
Безусловно, динамика продовольственной инфляции во многом будет зависеть от антиинфляционных мер правительства. В январе уже планируются еженедельные продажи зерна из интервенционного фонда в объеме 400-500 тыс. тонн, а также рассматривается возможность снижения импортных пошлин по отдельным категориям продуктов. Хотя продажи зерна на открытом рынке гораздо оптимальнее, чем распределение зерна по региональным квотам, эффективность этих аукционов будет ограничена механизмом проведения самих интервенций и сложившимся ценообразованием.

Мы полагаем, что темпы инфляции уже достигли того уровня, который может вызвать обеспокоенность ЦБ. На этом фоне мы считаем вероятным начало цикла повышения всех ставок регулятором в феврале – с шагом 25 бп в месяц и всего на 75-100 бп до конца 1П 2011 г. Не исключаем очередного повышения депозитных ставок уже в январе.

Учитывая, что среднесуточный темп инфляции разогнался до уровней, сопоставимых с аналогичными показателями 2008 г., мы полагаем, что инфляция по итогам января может составить порядка 2% с последующим замедлением в феврале-марте. Следует помнить, что рост цен находится под давлением сравнения с рекордно низкими значениями инфляции в начале 2010 г., что визуально завышает показатели. С учетом усиления монетарного давления и продолжительного эффекта от удорожания продовольствия, по нашим оценкам, инфляция в ближайшие 3-4 месяца может разогнаться до 11% с замедлением в оставшиеся месяцы до 8%.

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru
☎ 789-35-94

Курс рубль/доллар





ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

НЕФТЬ И ГАЗ

Транснефть (Ваа1/BBB/NR): очередная нейтральная отчетность по МСФО; предложения новых облигаций не ожидаем

Сегодня с утра была опубликована отчетность за 3К 2010, а также вчера президент компании Николай Токарев выступил с рядом заявлений о деятельности Транснефти, суть которых сводится к следующему:

- Вероятен выход России на новые энергетические рынки. По всей видимости, имеется в виду именно трубопроводный бизнес
- В будущем возможен обмен активами с Роснефтью. В рамках обмена Транснефть может отдать терминал Козьмино (Дальний Восток) и получить трубопровод Ванкор-Пурпе. Как сообщают сегодняшние Ведомости, при этом вполне вероятны крупные затраты монополии, так как стоимость трубопровода значительно выше.
- Привлечение долга для реализации проектов не планируется, все текущие проекты обеспечены денежными средствами. Инвестпрограмма на 2011 год, по словам г-на Токарева, составит RUB170 млрд, при плане на 2010 год в RUB187 млрд. (за 9М 2010 израсходовано RUB161 млрд.).

КОММЕНТАРИЙ

На наш взгляд, все указанные новости не должны сказаться на стоимости облигаций Транснефти, так как подтверждают устойчивость ее кредитного качества. Выручка и EBITDA ожидаемо растут за счет удорожания тарифов, устанавливаемых на прокачку нефти и нефтепродуктов госмонополией. Мы считаем, что повышение стоимости услуг будет продолжаться и в дальнейшем (с 1 января, например, уже повышен тариф на прокачку нефтепродуктов на 8%).

Большая величина отрицательного свободного денежного потока, на наш взгляд, не должна вызвать ухудшения долговой нагрузки.

Новость об обмене активами с Роснефтью могла бы вызвать новые заимствования, но, насколько мы понимаем, пока этот вопрос еще подлежит долгим обсуждениям. В целом оценка Роснефтью своего трубопровода в RUB70 млрд. означает, что привлечения могут быть существенными, но они, вероятно, будут за счет банковских кредитов или же вливаний средств государства.

Премия евробондов Газпрома к бумагам Транснефти, если сравнивать со среднегодовой, сейчас находится на низком уровне. В связи с этим мы не видим интересных идей в бумагах нефтетранспортной монополии.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТРАНСНЕФТИ

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	1К 10	2К 10	3К 10
Выручка	275	351	103	105	114
ЕБИТДА	167	216	58	52	59
Чистая прибыль	73	122	35	20	33
Чистый операционный денежный поток	120	164	42	71	25
Капвложения и приобретение ДЗО	130	202	41	64	56
Свободный денежный поток	-10	-38	0	7	-31
Совокупный долг в т.ч.	256	553	541	565	549
<i>Краткосрочный долг</i>	64	11	12	15	7
Денежные средства и эквиваленты	61	284	261	276	245
Активы	963	1,420	1,473	1,520	1,555
ЕБИТДА margin	60.8%	61.5%	56.5%	48.9%	51.9%
ЕБИТДА/проценты (x)	16.5	12.7	14.3	12.4	10.3
Долг/ЕБИТДА (x)	1.5	2.6	2.5	2.5	2.5
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4
Долг/Собственный капитал (x)	0.5	0.8	0.8	0.8	0.7

Источник: данные компании, НБ «ТРАСТ»

Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru
☎ 786-23-48



МЕТАЛЛУРГИЯ

Распадская (B1/NR/B+): восстановление операционных показателей в 4К 2010 чуть не дотянуло до планируемых менеджментом; кредитный профиль стабилен; возможно рефинансирование евробонда

Вчера угольная компания «Распадская» опубликовала итоги деятельности за 4К 2010 и весь 2010 год, которые подтвердили ожидания менеджмента и наши. Год закончился существенным падением по сравнению с 2009 из-за аварии на основной одноименной шахте компании в мае 2010 (-32% по добыче рядового угля).

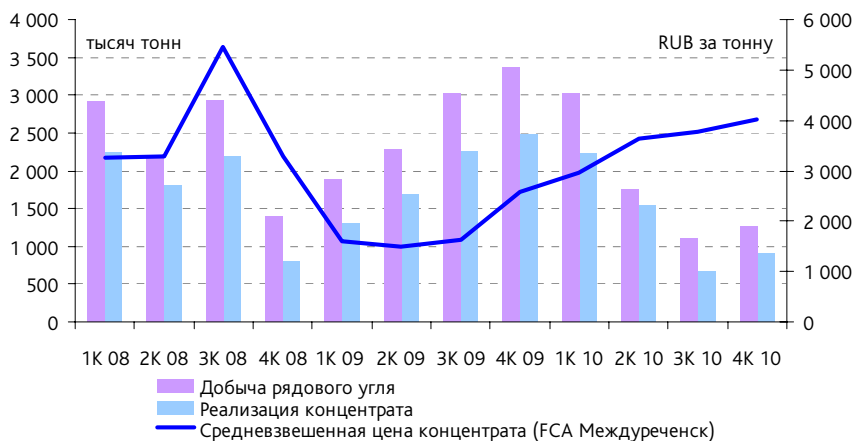
Квартальные результаты оказались лучше, чем в 3К 2010 г.: Распадская придерживается графика выпуска 350 тыс. тонн рядового угля ежемесячно. В то же время из-за слабого 3К 2010 планы менеджмента на 2П 2010 года были невыполнены (произведено 2.4 млн. тонн вместо 2.5 млн. тонн).

Существенную поддержку компании в 4К 2010 продолжили оказывать растущие цены на уголь (см. диаграмму). По нашим оценкам, это позволит смягчить падение выручки во 2П 2010. Мы прогнозируем ее значение на уровне USD250 млн.

Практически весь долг Распадской представлен еврооблигациями, которые погашаются в мае 2012. Мы по-прежнему считаем, что к тому времени компании удастся сгенерировать достаточный объем денежных средств с учетом небольшой инвестпрограммы. В то же время не исключено, что инвесторам будет предложен и обмен бумаг: либо с выплатой некоторой разовой премии, либо рефинансировав старый выпуск новым.

В любом случае, даже при позитивном взгляде на кредитный профиль компании, мы не видим перспектив у выпуска **Raspadskaya 12** ввиду короткой дюрации и цены существенно выше номинала (103.4%).

ДИАГРАММА. ПРОДАЖИ ОСНОВНОЙ ПРОДУКЦИИ РАСПАДСКОЙ



Источник: данные компании

Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru
☎ 786-23-48

ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ

VimpelCom Ltd. (NR) может предложить Савирису голосующие акции в обмен на места в совете директоров; это более благоприятный сценарий для реализации сделки с Weather Investments

Сегодня в российских СМИ со ссылкой на источники, близкие к акционерам VimpelCom Ltd., сообщается, что советы директоров VimpelCom Ltd. и Wind Telecom (в прошлом Weather Investments) рассмотрят в ближайшее время новые условия сделки.

Сообщается, что Н. Савирису будет предложена большая доля в объединенной компании в обмен на места в совете директоров.

КОММЕНТАРИЙ

Напомним, что первоначальные условия сделки предполагали, что Н. Савирис



получит за Wind Telecom (бывший Weather Investments) 20% голосующих акций в объединенной компании, 2 места в совете директоров, а также USD1.8 млрд. денежных средств.

В самом конце прошлого года второй по величине акционер VimpelCom Ltd., норвежская Telenor, высказалась против завершения сделки: 3 члена совета директоров от этой компании голосовали против. И хотя общим большинством («за» проголосовали все оставшиеся члены совета) сделка была одобрена, Telenor заявила, что при сохранении текущих условий заблокирует ее как акционер.

По данным Ведомостей, новые условия предполагают, что акционерное соглашение не будет меняться, т.е. не будет изменен и состав совета директоров. Вместо этого в пользу Н. Савириса будут выпущены специальные голосующие акции без права начисления дивидендов. Таким образом, отсутствие представителей Савириса в совете директоров VimpelCom Ltd. будет компенсировано более весомым участием египетского бизнесмена в собрании акционеров. Одновременно с этим экономические интересы других акционеров не будут ущемлены.

С кредитной точки зрения новые условия выглядят чуть более благоприятными для VimpelCom Ltd., в особенности если допэмиссию специальных акций г-ну Савирису придется выкупать. Таким образом, при успешном завершении объединения денежная составляющая сделки может быть уменьшена. Кроме того, эскалации конфликта главных акционеров VimpelCom Ltd. удастся избежать.

Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru
☎ 647-25-89



Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон, %	Лет до погашения/оферта	УТМ / УТР, %
НационалКапитал-16о	500	8.2	3	8.37
НационалКапитал-26о	500	8.2	3	8.37
Волгоград-34005	1000	9.5	5	9.79
ГСС-16о	3000	8.25	3 / 1	NA / 8.41
АИЖК-20	5000	8.6	17	8.88
Уфа-25006	750	9	3	9.2
Роснотех-1	8000	8.9	7	9.1
Роснотех-2	10000	8.9	7	9.1
Роснотех-3	15000	8.9	7	9.1
Татфондбанк-16о	2000	9.5	3 / 2	NA / 9.73

Налоговые выплаты

Дата	Налог
17 января	Страховые взносы во внебюджетные фонды
20 января	НДС
25 января	НДПИ и акцизы
28 января	Налог на прибыль

Ближайшие выпуски

Ориентир. Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/оферта
18 янв 11	Дон ГКК-2	30	TBD	20

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/ Погашение
17 янв 11	М-Индустрия-2	1 500	14.25		
18 янв 11	Нижне-Ленское-3	1 000	14	14	18 мар 11
21 янв 11	Интерград	900	15	9.1	11 июл 12
21 янв 11	Синергия-3	2 500	10	10	24 фев 11
26 янв 11	ЛК УралСиб-5	3 000	14.25		
26 янв 11	ПромТрактор-3	5 000	18	18	26 апр 11
1 фев 11	ИАРТ	1 000	12		
8 фев 11	ЛСР-2	5 000	13.5		
8 фев 11	Мой Банк-3	1 500	10	10	7 авг 12
11 фев 11	Банк Москвы-2	10 000	7.5		
11 фев 11	Вестер-Финанс	1 500	15.25		
11 фев 11	Фортум-2	5 000	7.6		
14 фев 11	ВТБ24-2	10 000	7.35		
14 фев 11	Далур	520	14		

Источники: ТРАСТ, официальная информация компаний и организаторов



КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ГЛАВА ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь Потапов

+7 (495) 647-90-44

ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Леонид Игнатьев +7 (495) 647-23-60

Департамент макроэкономики и стратегии

Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94
Алексей Тодоров

Департамент кредитного анализа

Сергей Гончаров +7 (495) 786-23-48
Юлия Сафарбакова +7 (495) 647-28-89
Дмитрий Турмышев

Выпускающая группа +7 (495) 789-36-09

Татьяна Андриевская
Николай Порохов
research.debtmarkets@trust.ru

ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

Торговые операции

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58
Кирилл Коваленко +7 (495) 647-25-97

Клиентские продажи

Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39
Олеся Курбатова +7 (495) 647-25-90
Артем Петросьян +7 (495) 647-25-67
Яна Шнайдер +7 (495) 647-25-74

sales@trust.ru

Департамент количественного анализа и информационного развития

Андрей Малышенко +7 (495) 786-23-46
Светлана Федоровых

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 РФЗ
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30 Russia 30

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации
TIBM12. Суверенный долг и ОВВЗ
TIBM13. Корпоративный внешний долг
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2. Навигатор долгового рынка
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленные информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагает 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. Иностранцы инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и 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 Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.