

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- **ЦБ Китая** поднял процентные ставки, опасаясь перегрева экономики и разгона инфляции; слабая реакция рынков; вероятно дальнейшее ужесточение монетарной политики
- Итоги аукциона **UST3** – волатильность спроса теперь и в коротких бумагах
- **Минфин** рассматривает возможность инвестирования в бонды **EFSS**; считаем идею привлекательной
- Позитивная динамика в суверенном и корпоративном секторе, за исключением нефтегазового; высокий спрос на новый бонд **Метинвеста**; спред **Russia 30 – UST 10** сузился на фоне роста ставок UST
- Смешанный внешний фон, скорее всего, приведет к **нейтральному старту торгов** по российским облигациям ([стр. 2-4](#))

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- **Ликвидность** прибывает, создавая комфортные условия для аукциона **ОФЗ** и предстоящих налоговых выплат
- **Рубль** подешевел к корзине из-за повышения ставок в Китае; снижение **NDF** отражает лояльное отношение к рублевым рискам
- **Ориентиры доходности** Минфина по аукционам **ОФЗ 25076** и **ОФЗ 25078** на уровнях вторичного рынка, во вторник покупки шли в корпоративном сегменте с лидерством в бумагах металлургов
- **Банк «Тинькофф Кредитные Системы»** открыл книгу заявок на покупку биржевых облигаций 3-й серии; еще один соблазнительный ориентир по купону от эмитента
- **Локо-Банк** закрыл книгу заявок по бумагам серии БО-1 по нижней границе; не считаем бумаги интересными для вторичного рынка ([стр. 5-6](#))

МАКРОЭКОНОМИКА

- **ФТС: торговый баланс** вырос до **USD167.5 млрд.** в 2010 г.; положительный чистый экспорт в 2011 г. окажет рублю поддержку
- **Денежные агрегаты** указывают на замедление роста денежного предложения; позитивно для **инфляции** и **рубля**
- **АСВ** ожидает **роста вкладов** населения в 2011 году на уровне **26-28%**; прогноз реалистичен ([стр. 7-8](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- **ОАО «Кокс»:** первая публичная отчетность демонстрирует как плюсы, так и минусы в сравнении с конкурентами; бумаги неликвидны
- **Акрон** просит Правительство помочь ему в разработке Талицкого участка; помощь позволила бы снизить планы по заимствованиям, но ее вероятность невелика
- **Fitch** подтвердило рейтинг **Ситроникса**, сохранив негативный прогноз; путь на долговые рынки для компании в ближайшие годы закрыт ([стр. 9-10](#))
- **Fitch** отозвало рейтинг **Tristan Oil**, который до этого находился на уровне «RD», в связи с недостаточностью информации

СЕГОДНЯ

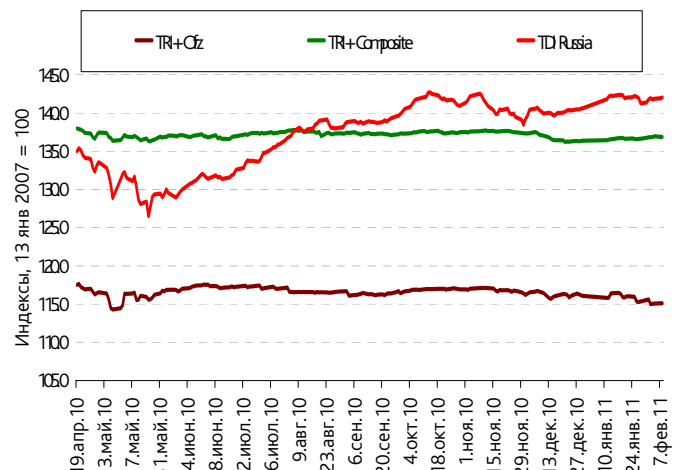
- Выступление **Б. Бернанке** перед Бюджетным комитетом Конгресса
- Размещение: **ОФЗ 25076, ОФЗ 25078, АИЖК-17**
- Погашение: **Русский Стандарт-6**

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↓ 162.00	-15.00	-29.00	-37.00
EMBI+ spread	↓ 241.54	-7.03	3.13	0.41
Russia 30 Price	↑ 114.93	+ 3/8	-1 1/8	- 6/8
Russia 30 Spread	↓ 114.30	-17.60	-27.40	-34.20
Russia 5Y CDS	↓ 139.92	-0.35	-5.56	-6.59
UST 10y Yield	↑ 3.76	+0.11	+0.43	+0.43
BUND 10y Yield	↑ 3.253	+0.00	+0.33	+0.33
UST 10y/2y Yield	↑ 289.9	+2	+15	+16
Mexico 33 Spread	↓ 214	-4	-9	-18
Brazil 40 Spread	↓ 148	-5	+219	+199
Turkey 34 Spread	↓ 254	-14	-19	-3
ОФЗ 26199	↔ 5.83	-	-0.41	-0.41
Москва 50	↑ 5.60	+0.02	-0.24	-0.29
Мособласть 8	↓ 7.80	-0.04	-0.65	-0.72
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	0.00
МТС 3	↓ 7.47	-0.02	+0.02	+0.01
Руб / \$	↓ 29.255	-0.159	-1.096	-1.096
\$ / EUR	↑ 1.363	+0.005	+0.066	+0.028
Руб / EUR	↓ 39.889	-0.193	-0.598	-0.598
NDF 1 год	↓ 4.680	-0.170	-0.050	-0.020
RUR Overnight	↑ 2.85	+0.6	+0.9	
Корсчета	↓ 426.2	-27.60	-565.80	-462.10
Депозиты в ЦБ	↑ 1053.3	+68.20	+420.10	+483.70
Сальдо опер. ЦБ	↑ 361.60	+82.80	-227.70	+425.40
RTS Index	↓ 1916.51	-0.94%	+6.23%	+8.12%
Dow Jones Index	↑ 12233.15	+0.59%	+4.81%	+4.82%
Nasdaq	↑ 2797.05	+0.47%	+2.95%	+3.92%
Золото	↑ 1362.73	+0.84%	-1.62%	-3.68%
Нефть Urals	↑ 96.96	+1.02%	+2.15%	+5.16%

TRUST Bond Indices

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↓ 247.68	-0.04	2.11	2.11
TRIP Composite	↓ 234.93	-0.01	0.74	0.74
TRIP OFZ	↑ 182.90	0.01	-1.11	-1.11
TDI Russia	↑ 222.59	0.16	0.34	0.34
TDI Ukraine	↑ 223.23	0.05	0.93	0.93
TDI Kazakhs	↓ 183.24	-0.53	1.36	1.36
TDI Banks	↑ 221.65	0.04	0.87	0.87
TDI Corp	↓ 235.48	-0.06	0.78	0.78

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices




ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

ЦБ Китая поднял процентные ставки, опасаясь перегрева экономики и разгона инфляции; слабая реакция рынков; вероятно дальнейшее ужесточение монетарной политики

Центробанк КНР во вторник принял решение поднять ключевые ставки по депозитам и кредитам сроком на 12 месяцев на 0.25 п.п. Таким образом, монетарные власти Поднебесной третий раз с октября прошлого года ужесточают политику на фоне ускоряющейся инфляции и опасений перегрева экономики.

Russia 30 (Price)

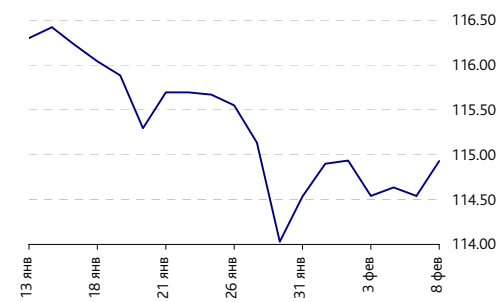


ДИАГРАММА 1. ДИНАМИКА ГОДОВОЙ ИНФЛЯЦИИ И КЛЮЧЕВОЙ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ В КИТАЕ, 2008-2011 ГГ.

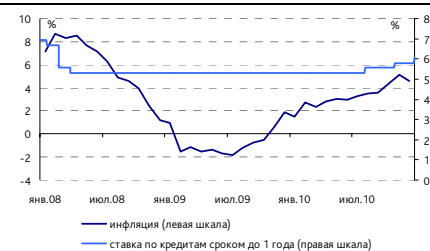
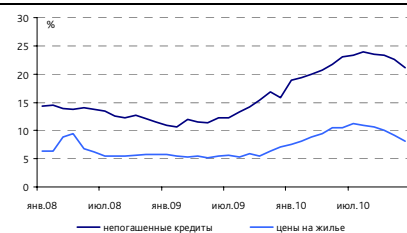


ДИАГРАММА 2. ДИНАМИКА НЕПОГАШЕННЫХ КРЕДИТОВ И ЦЕН НА ЖИЛЬЕ В КИТАЕ, Г/Г, 2008-2011 ГГ.



Источник: Reuters

Источник: Reuters

Как мы уже отмечали, Китаю предстоит непростой 2011 год. Мы наблюдаем высокие годовые темпы инфляции, которая с октября 2010 г. не опускалась ниже 4%, а в январе 2011 г может вновь превысить 5% на фоне роста спроса в предновогодний период (китайский новый год пришелся в 2011 г на 3 февраля). Учитывая, что ЦБ Китая установил таргетируемый уровень инфляции на текущий год в 4%, необходимость в повышении ставок кажется нам очевидной.

К ужесточению монетарной политики Центробанк подталкивают также данные по кредитованию экономики и ценам на жилую недвижимость. Несмотря на некоторое снижение темпов роста обоих показателей, начиная примерно с середины 2010 г., они все еще представляются нам достаточно высокими, а разговоры в СМИ о возможном возникновении пузыря на рынке жилья в Китае – оправданными.

В то же время слишком стремительное «закручивание гаек» Центробанком может негативно отразиться на темпах экономического роста Поднебесной, ВВП которой по итогам 4К вырос на 9.8% г/г, а по итогам года – на 10.3% г/г. Отчасти эти опасения подтверждаются динамикой рынка нефти во вторник, где трейдеры, опасаясь «жесткой посадки» китайской экономики и, как следствие, снижения спроса на сырье, начали избавляться от данного актива.

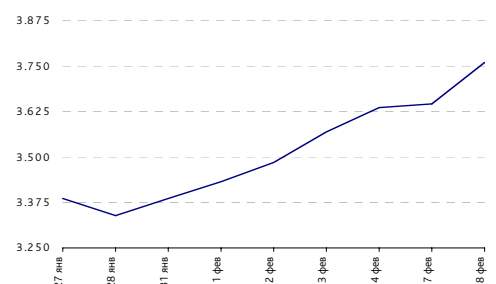
Тем не менее в ходе торгов во вторник «черное золото» восстановило свои позиции и продолжило рост, а фондовые рынки США практически не заметили новостей из Китая. Это свидетельствует, на наш взгляд, о двух факторах: повышение ставок было ожидаемым, а рынок не считает данное событие критичным для роста мировой экономики. В перспективе мы не исключаем дополнительных мер со стороны КНР по ужесточению монетарной политики.

Итоги аукциона UST3 – волатильность спроса теперь и в коротких бумагах

Итоги вчерашнего аукциона UST3 дали повод для нового этапа продаж в американском долге. Обозначенный нами в качестве видимого локального максимума уровень в 3.70% по UST10 был достигнут на закрытие получасовой свечки в 21.30 МСК – после обнародования итогов вышеотмеченного аукциона (итоги аукционов UST традиционно публикуются примерно в 21.00 МСК). Максимумом текущего дня стал уровень 3.77%, достигнутый во время азиатской сессии примерно в 05.30 МСК.

Собственно, причиной продаж в UST, как отмечает Reuters со ссылкой на трейдеров, стал слабый спрос на аукционе UST3. Переспрос составил 3.01, и, в сравнении с большинством аукционов UST3 в 2010 г., его действительно можно обозначить как невысокий: средний bid-to-cover по аукционам UST в данном сроке с начала 2010 г. составил 3.11%). После размещения доходность UST3 ушла на 1.35% на 21.30 МСК, притом что медианная доходность размещения

US Treasuries 10 Year (YTM)





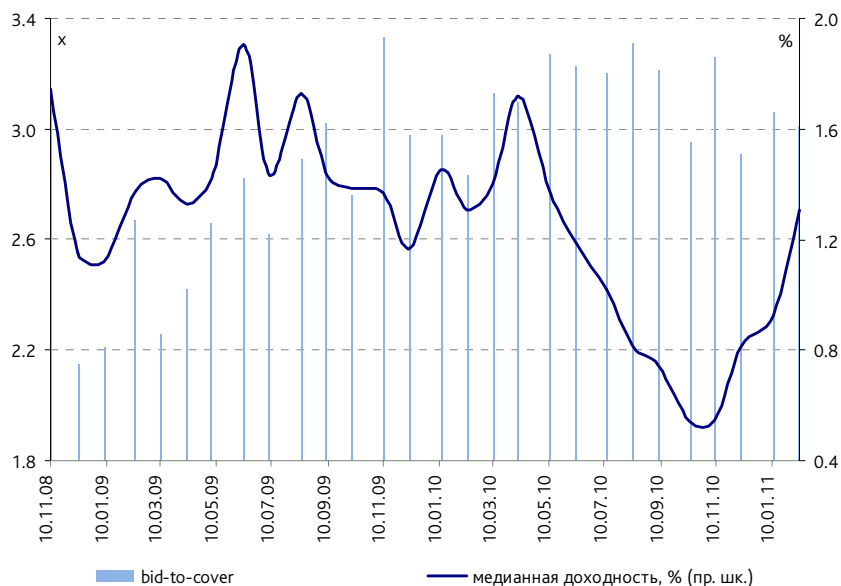
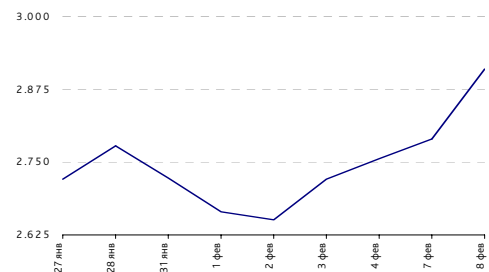
составила 1.31%.

Итоги размещения **UST3** вызывают опасения и за предстоящие размещения – сегодня и завтра размещаются длинные выпуски. Так, сегодня Минфин США предложит инвесторам USD24 млрд. **UST10**, а завтра – USD16 млрд. **UST30**. Хотя «навес» первичного предложения не выглядит большим, при большей чувствительности дальних сроков кривой к изменениям экономических и рыночных ожиданий движение цен здесь может быть сильным.

К тому же сейчас не самое подходящее время для игры в UST – сегодня в 18.00 МСК Б. Бернанке выступает перед Бюджетным комитетом Конгресса, в 01.45 МСК последует выступление вице-президента ФРБ Нью-Йорка в части QE2, в 02.45 МСК – главы ФРБ Атланты Д. Локхарда относительно долговой и налоговой политики. Центральная же история февраля – слушания и дебаты относительно госбюджета США на 2012 финансовый год, который начинается с октября. Высока вероятность того, что пока растущий тренд в рисковом активах сохранится, инвесторы будут рассматривать констатацию улучшения ситуации в экономике со стороны представителей монетарных властей как повод к продажам в UST.

ДИАГРАММА 3. МЕДИАННАЯ ДОХОДНОСТЬ И ПЕРЕСПРОС НА АУКЦИОНАХ UST3, НОЯБРЬ 2008 – ФЕВРАЛЬ 2011

Brazil 40 (YTM)



Источник: <http://www.treasurydirect.gov>

Минфин рассматривает возможность инвестирования в бонды EFSF; считаем идею привлекательной

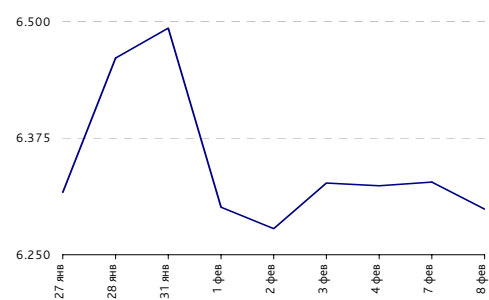
Накануне Минфин в лице замминистра Д. Панкина сообщил о возможном включении облигаций Европейского фонда финансовой стабильности (EFSF) в список разрешенных к покупке активов за счет средств Фонда национального благосостояния и Резервного фонда. Напомним, EFSF в конце января провел первое и чрезвычайно успешное размещение бумаг на EUR5 млрд. Всего в течение 2011 года фонд намерен привлечь EUR16 млрд.

Мы полагаем, что данное решение российских властей было бы вполне оправданным, учитывая наивысший рейтинг инструментов EFSF от трех ведущих рейтинговых агентств и одновременно более высокую доходность по сравнению с индикативными для Европы германскими бундсами, также имеющими рейтинг «AAA» (2.915% против 2.469% по итогам торгов вторника).

Позитивная динамика в суверенном и корпоративном секторе, за исключением нефтегазового; высокий спрос на новый бонд Метинвеста; спред Russia 30 – UST 10 сузился на фоне роста ставок UST

Корпоративные евробонды завершили вторник по большей части увеличением котировок на фоне сохраняющегося аппетита инвесторов к рисковому активу. Ярким исключением из общей динамики стал нефтегазовый сектор, давление на который, вероятно, оказала дешевевшая в течение дня на новостях из Китая нефть. Так, значительно подешевели долгосрочные бонды Газпрома (-50-160 бп) и весь спектр бумаг Лукойла (-20-60 бп). В противофазе двигались облигации Новатэка (+20 бп) и ТНК-ВР (+30-80 бп). Неплохой спрос мы наблюдали в

Turkey 34 (YTM)





бумагах Северстали и ТМК, а также в еврооблигациях РЖД, Совкомфлота и ВымпелКома. В банковском секторе из общей позитивной динамики выбился ВТБ, длинные бонды которого просели на 60-110 бп.

Особо мы хотели бы отметить прошедшее накануне размещение бумаг Метинвеста, крупнейшего украинского металлургического холдинга. Выпуск **Metinvest 18**, размещенный по цене 98.72% от номинала, по итогам торгов показал рост на 100 бп. Как мы и предполагали, инвесторы проявили к бумаге немалый интерес: спрос на новые евробонды эмитента оказался в три раза выше предложения. Это, в свою очередь, имело положительный эффект на более короткий выпуск, **Metinvest 15**, прибавивший во вторник 50 бп.

В российских суверенных бумагах наш прогноз о продолжении роста на внешнем позитивном фоне оправдался. **Russia 30** при достаточно высокой активности на рынке подорожала на 40 бп до 114.93% от номинала. Спред **Russia 30 – UST 10** при этом заметно сузился – на 20 бп до 114 бп на фоне стремительного роста доходностей UST.

Смешанный внешний фон, скорее всего, приведет к нейтральному старту торгов по российским облигациям

Мы считаем, что торги среды по российским бондам как в валютном, так и в рублевом секторах начнутся нейтрально. Фондовая Америка завершила вторник ростом индексов, однако фьючерсы на индексы США с утра в среду торгуются ниже уровня закрытия. Торги в Азии проходят в красной зоне на фоне повышения ставок в КНР, однако мы бы не стали переоценивать возможное влияние «китайской темы» на российский долговой рынок. Стоимость нефти находится выше вчерашнего уровня закрытия основных торгов в России, что может оказать умеренную поддержку настроениям инвесторов.

Алексей Тодоров, aleksey.todorov@trust.ru

☎ 647-23-62

Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 647-23-64



ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Ликвидность прибывает, создавая комфортные условия для аукциона ОФЗ и предстоящих налоговых выплат

В промежутке между новыми аукционами ОФЗ банки продолжили аккумулировать ликвидность. Прирост депозитов (+RUB68.2 млрд. до RUB1,053.3 млрд.) полностью покрыл отток средств с корсчетов (-RUB27.6 млрд.), обеспечивая увеличение суммарного запаса средств на корсчетах и депозитах на RUB40.6 млрд. до RUB1.48 трлн., а чистой ликвидной позиции до RUB2.1 трлн. соответственно.

При столь благоприятной ситуации с ликвидностью единственным изъяном, пожалуй, служит неравномерность ее распределения среди отдельных сегментов рынка. Если в сегменте фондирования через 1-дневное междилерское РЕПО под залог ОФЗ и облигаций первого эшелона царит спокойствие, и ставки держатся на 4-месячных минимумах уже 3-ю неделю подряд, составляя 3.2%, то в сегменте МБК они периодически поднимаются на 0.25 п.п., игнорируя приток ликвидности. Так, вчера стоимость привлечения на межбанке на 1 день днем достигала 2.35-2.65%, а вечером подросла до 2.5-2.75%.

Поступление сегодня размещенных днем ранее на депозиты банков средств Минфина (RUB78.9 млрд.) окажет поддержку денежному рынку и создает предпосылки для удачного исхода сегодняшних аукционов ОФЗ на RUB60 млрд. В целом аукционы ОФЗ и ОБР-17 по объему предоставляемых средств не сопоставимы с общим запасом ликвидности в банковской системе, оттого практически не отражаются на стоимости рублевого фондирования. Мы ожидаем, что приподнять ставки денежного рынка способны лишь предстоящие в этом месяце (начиная с 15 февраля) налоговые выплаты, да и то не более чем на 0.5 п.п.

Рубль подешевел к корзине из-за повышения ставок в Китае; снижение NDF отражает лояльное отношение к рублевым рискам

Динамика стоимости бивалютной корзины вчера была V-образной. С открытия по RUB34.04 ее цена опустилась до дневного минимума RUB33.99 к обеду, после чего начала довольно резко подрастать, достигая локального пика в RUB34.1 под конец торгов. Закрытие проходило по RUB34.06. Сдержать движение по корзине вниз вчера мог ЦБ, который предположительно покупает до USD400 млн. на уровне ниже RUB34.0. Свой вклад в ухудшение динамики курса рубля вчера внесло и сообщение о подьеме ставок в Китае.

Несмотря на вчерашний негатив на FX, участники рынка воспринимают рублевые риски как приемлемые и делают ставку на среднесрочное укрепление рубля. Отражением этого стал сдвиг нижней границы трехмесячных ставок NDF - до 3.1-3.45% (против 3.28-3.45% накануне).

Ориентиры доходности Минфина по аукционам ОФЗ 25076 и ОФЗ 25078 на уровнях вторичного рынка, во вторник покупки шли в корпоративном сегменте с лидерством в бумагах металлургов

Объявленные Минфином ориентиры доходности по сегодняшним аукционам 4-летнего выпуска ОФЗ 25076 (RUB35 млрд.) и 2-летнего ОФЗ 25078 (RUB25 млрд.) составляют соответственно 7.00-7.10% и 6.40-6.45%. Данные ориентиры соответствуют уровням вторичного рынка (вчерашнее закрытие ОФЗ 25076 – УТМ 7.09%, ОФЗ 25078 – УТМ 6.46%), при этом относительно объема спроса ситуация в существенной степени неопределенная.

На вторичном рынке вчера выделялись бумаги металлургов: Северсталь БО-2 (+45 бп по цене, УТМ 7.42%), Мечел-14 (+23 бп, УТМ 9.64%), Сибметинвест-1 (+10 бп, УТМ 9.23%). Из банков без привязки к дюрациям отметим выпуски ТКБ-3 (+17 бп, УТМ 5.33%), РСХБ-3 (+15 бп, УТМ 7.83%).

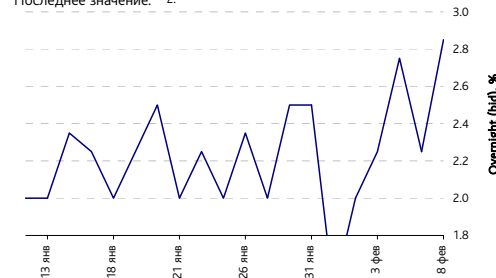
Банк «Тинькофф Кредитные Системы» (ВЗ/НР/В-) открыл книгу заявок на покупку биржевых облигаций 3-й серии; еще один соблазнительный ориентир по купону от эмитента

Вчера банк «Тинькофф Кредитные Системы» (ТКС Банк) приступил к сбору заявок на покупку биржевых облигаций 3-й серии на RUB1.5 млрд. Инвесторы смогут принять участие в выпуске до 18 февраля, размещение назначено на 22 февраля. Срок обращения бумаг – 3 года, предусмотрена полугодовая оферта. Индикативный купон составляет 13.00-14.50%, что обеспечивает доходность к оферте на уровне УТМ 13.42-15.03%.

Ориентиры мы находим вполне интересными выше УТМ 14.00%, впрочем, не [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Ставка overnight (максимум, bid)

Последнее значение: 2.





исключая возможности размещения по нижней границе диапазона. Мы считаем привлекательными инвестиции в бумаги эмитента в качестве рискового актива до погашения. Ввиду ужесточения требований ЦБ новый выпуск не попадает в ломбардный список, поскольку вероятность повышения рейтинга банка выше чем на одну ступень – незначительна. Однако мы считаем это не критичным для эмитента и не предполагаем премии для новой серии облигаций. Обращающиеся бумаги ТКС-2 и ТКС БО-1 достаточно ликвидны и предлагают доходность выше УТМ 13.50-13.70% к погашению через 2 года.

Локо-Банк (B2/NR/B+) закрыл книгу заявок по бумагам серии БО-1 по нижней границе; не считаем бумаги интересными для вторичного рынка

Вчера Локо-Банк закрыл книгу на покупку биржевых облигаций 1-й серии, установив ставку купона на уровне 8.50%, т.е. по нижней границе диапазона. Условия выпуска предполагают эффективный уровень доходности УТР 8.68% к оферте через год, в то время как справедливым мы видим значение ближе к УТР 9.00%. Поэтому мы не ждем от бумаг опережающего рынок роста на вторичном рынке, размещение на котором запланировано на завтра.

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru

☎ 789-35-94

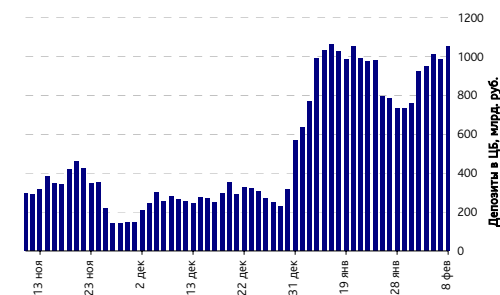
Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 647-23-64

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru

☎ 647-23-59

Депозиты в ЦБ РФ





МАКРОЭКОНОМИКА

ФТС: торговый баланс вырос до USD167.5 млрд. в 2010 г.; положительный чистый экспорт в 2011 г. окажет рублю поддержку

Согласно данным ФТС, профицит торгового баланса РФ в 2010 году увеличился на 25% до USD167.5 млрд. Экспорт составил USD396.4 млрд., импорт – USD229.0 млрд.

КОММЕНТАРИЙ

Данные ФТС об объемах экспорта и импорта, по сути, подтвердили ранее опубликованные Банком России предварительные оценки тех же показателей, сделанных на основе данных платежного баланса. В частности, данные по экспорту почти совпали с оценками ЦБ – USD398.0 млрд., а расхождение по импорту, составившее USD19.6 млрд. (по данным ЦБ, импорт в 2010 году составил USD248.8 млрд.), укладывается в привычные рамки. Традиционно разница между оценкой объема импорта по методологии Банка России и ФТС составляет USD20.0-30.0 млрд.

При этом публикуемая статистика ФТС интересна тем, что представляет детальную информацию о физических объемах и ценах экспортируемых и импортируемых товаров. Стремительный рост импорта, который в 3К 2010 г. привел к заметному сокращению торгового сальдо с последующим ослаблением рубля, происходил в основном за счет наращивания физических объемов ввозимой продукции. Всплеск потребительской и инвестиционной активности, вызванный реализацией отложенного спроса, повлек за собой высокий спрос на импортируемые инвестиционные товары, прежде всего машины и оборудование (40% всего импорта, +39.7% г/г). Между тем рост экспорта в 2010 г. практически полностью объясняется скачком цен на сырье и продукты его переработки при не очень большом изменении физических объемов.

Фактически, такое развитие событий служит лишь подтверждением по-прежнему сильной зависимости структуры экспорта от цен на нефть и сырье, а импорта – от динамики инвестиционного и потребительского спроса. Мы полагаем, что при сохранении нынешнего уровня цен на нефть и сырье экспорт в 2011 году вырастет примерно до USD415 млрд., а рост внутреннего спроса приведет к росту импорта до USD290.0 млрд.

Таким образом, чистый экспорт останется положительным и достаточным для обеспечения положительного сальдо по счету текущих операций. А это будет ключевым фактором поддержки рубля.

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru

☎ 789-35-94

Денежные агрегаты указывают на замедление роста денежного предложения; позитивно для инфляции и рубля

Согласно опубликованным данным ЦБ, широкая денежная база за январь 2011г. снизилась на 8.5% с RUB8,190 млрд. до RUB7,496 млрд.

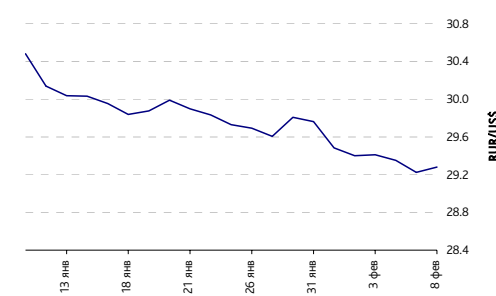
КОММЕНТАРИЙ

Главной причиной стало сезонное уменьшение объема наличных средств в обращении – основной компоненты денежной базы (70% в структуре). Наличность сократилась на 6.6% до RUB5,403 млрд., но темпы ее снижения оказались гораздо скромнее прошлогодних (6.9%). Причина – падение спроса на наличные средства в послепраздничный период.

Высвобожденная тем самым наличность поступила на корсчета, но заметной поддержки и так уже накачанному ликвидностью денежному рынку не оказала. Вторая по величине составляющая широкой денежной базы – остатки на корсчетах и депозитах в ЦБ (20% в структуре), – по причине подросших налоговых отчислений в январе снизилась на RUB323 млрд. до RUB1,305 млрд. Изменение в объеме облигаций ЦБ (ОБР), также входящих в состав широкой денежной базы, было незначительным.

Между тем ключевым фактором сокращения широкой денежной базы в начале 2011 г. будет характерное для первой половины года вялое расходование бюджетных средств – основного источника пополнения ликвидности и расширения денежного предложения. Основным фактором, который будет подавлять темп роста денежного предложения в 2011 г., будет отказ от использования для финансирования дефицита бюджета средств Резервного фонда, траты из которого эквивалентны печатанью денег. Важный для рынка факт

Курс рубль/доллар





– перспектива сжатия денежной массы в 2011 г., а точнее то, что замедление ее роста способствует укреплению рубля и сдерживанию инфляции.

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

АСВ ожидает роста вкладов населения в 2011 году на уровне 26-28%; прогноз реалистичен

Вчера представители АСВ озвучили свой прогноз по темпам роста вкладов населения в 2011 на уровне 26-28% (или +RUB2.6-2.8 трлн.). В качестве консервативного прогноза рассматривается прирост в 25%. При этом АСВ не ожидает увидеть значительной реакции на изменение доходности вкладов, рассчитывая на замедление темпов во 2П 2011.

КОММЕНТАРИЙ

Мы считаем, что при сохранении динамики средств частных клиентов на уровне 2010 года банкам вполне по силам нарастить средства физических лиц на 25%. Так, за весь 2010 год прирост средств населения, по нашим оценкам, составил 32.4% (или +RUB2.2 трлн.). При этом без учета значительного притока средств в декабре в объеме RUB542 млрд, ежемесячный прирост средств составлял порядка RUB150 млрд. Поэтому при сохранении тенденций 2010 года прирост как минимум на 25% вполне реален.

Мы согласны с мнением АСВ о несущественной реакции притока средств клиентов на изменение процентных ставок. На наш взгляд, для населения банковские депозиты и впредь будут оставаться основным источником сбережений из-за отсутствия надежной альтернативы. Следует также отметить, что в России домохозяйства крайне низко вовлечены в инвестирование через иные инструменты – в частности, ценные бумаги. Так, по данным ФБ ММВБ, на 1 февраля количество уникальных счетов клиентов – физических лиц на ММВБ составляет 719.4 тыс., т.е. всего 0.51% от общей численности населения. Это в разы меньше, чем не только на развитых рынках, но и на многих развивающихся. Ввиду ожидаемого рынком роста ставок, мы рассчитываем на более медленное их повышение по депозитам относительно других средств фондирования. Полагаем, что и для банков доля средств частных клиентов в качестве основного источника фондирования будет расти в пассивах. Так, по нашим оценкам, за 2010 год доля средств физических лиц выросла с 30% до 34% в фондировании.

Отметим, что для банков 3-го эшелона средства клиентов в 2011 году будут играть большую роль, нежели в 2010. Мы полагаем, что ужесточение требований ЦБ по включению бумаг в ломбардный список негативно скажется на доступе банков с рейтингами ниже уровня «B1/B+» к публичным долговым рынкам. На наш взгляд, спрос на подобные бумаги со стороны инвесторов будет несколько ниже, и, возможно, некоторым эмитентам 2-3-го эшелонов придется предлагать некоторую премию при размещении облигаций. В этой связи средства клиентов будут достаточно важным источником фондирования, и мы рассчитываем на рост их доли в пассивах.

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru
☎ 647-23-59



ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

МЕТАЛЛУРГИЯ

ОАО «Кокс» (B2/B/NR): первая публичная отчетность демонстрирует как плюсы, так и минусы в сравнении с конкурентами; бумаги неликвидны

Вчера впервые была опубликована отчетность по МСФО угольно-металлургического холдинга ОАО «Кокс» (далее – Кокс). Представленные результаты охватывают только 2008-2009 гг., а потому не являются репрезентативными в текущих условиях, тем не менее мы приветствуем шаги компании на пути к большей публичности. Мы также пообщались с представителем Кокса, который заверил, что компания и дальше будет предоставлять публичную информацию.

Поскольку сами результаты на сегодняшний день уже не актуальны, нам показалось более интересным сравнить их с данными хорошо известного долгового рынка диверсифицированного холдинга со специализацией на угле – Мечела. Обе компании являются частными, подконтрольными небольшой группе лиц (в случае Мечела – Игорь Зюзин, в случае Кокса – семья Зубицких).

Безусловно, Мечел имеет значительные преимущества за счет большего масштаба операций, а также большей открытости для инвесторов и существенной кредитной истории. Кроме того, Мечел реализует стратегически важное Эльгинское месторождение, а потому может рассчитывать на господдержку.

С другой стороны, по относительным финансовым показателям Кокс выглядит сравнимым со своим более крупным конкурентом: рентабельность в 2009 году, темпы падения выручки практически совпадают у двух компаний. На фоне погашений долга Коксу удалось сохранить показатель «Долг/ЕБИТДА» на уровне 6.2х против 9.5х – у Мечела, а также генерировать положительный свободный денежный поток и в тяжелом 2009 году.

ТАБЛИЦА. СРАВНИТЕЛЬНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ОАО «КОКС» И МЕЧЕЛ

	Мечел		Кокс	
	2008	2009	2008	2009
ЕБИТDA margin	31.5%	11.2%	24.3%	11.7%
Выручка	316	183	51	29
Активы	363	399	81	55
Совокупный долг	164	184	31	21
Капитальные вложения	37	19	5.5	6.1
Свободный денежный поток	34	-2	6.2	2.7
Долг/ЕБИТDA (x)	1.7	9.5	2.5	6.2

Источник: данные компаний, НБ «ТРАСТ»

Из общих рисков Кокса мы отмечаем, безусловно, сильную подверженность рискам волатильности на мировых рынках сырья, хотя в перспективе 2011 года мы видим более чем позитивные перспективы для компании.

Бумаги **Кокс-2** стали более ликвидными после объявления о начале IPO в Лондоне в начале января. Напомним, что на прошлой неделе размещение было отменено, однако по-прежнему можно наблюдать стакан с рядом котировок. Оговоримся, что для крупных инвесторов бумага вряд ли может быть интересна, так как сделки проходят в небольших объемах. По словам представителя компании, в ближайшее время Кокс не планирует новых размещений облигаций.

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

ПРОМЫШЛЕННОСТЬ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ РЫНОК

Fitch подтвердило рейтинг Ситроникса (B3/NR/B-), сохранив негативный прогноз; путь на долговые рынки для компании в ближайшие годы закрыт

Рейтинговое агентство опубликовало вчера пресс-релиз, в котором подтвердило рейтинг Ситроникса на текущем уровне.

Fitch отмечает критически важную роль головной компании АФК «Система» для сохранения операционной деятельности компании. Слабая ликвидная позиция, по мнению агентства, заключается и в крайне высокой цене обслуживания долга.

КОММЕНТАРИЙ



Мы полностью разделяем мнение Fitch и считаем stand-alone кредитное качество Ситроникса крайне слабым. Компания не демонстрирует существенного роста операционных показателей (выручка в годовом исчислении по итогам 9М 2010 г. выросла всего на 1%), она хронически убыточна на уровне чистой прибыли, а ее долговая нагрузка остается крайне высокой: согласно последней опубликованной отчетности, показатель «Чистый долг/EBITDA» превышал значение 6.0х.

Расходы на обслуживание долга остаются значительными: на конец 9М 2010 г при чистых процентных выплатах по долгу в размере USD56.7 млн. OIBDA составила всего USD50.8 млн. Таким образом, если Ситроникс и сможет самостоятельно обслуживать долг, то для его выплаты или рефинансирования без помощи головной компании ему уже будет не обойтись. Главным фактором поддержки кредитного качества компании остается желание АФК «Система» развивать hi-tech направление своего бизнеса. Однако как отмечают эксперты Fitch, хроническая убыточность этого направления может заметно снизить интерес головной компании к Ситрониксу, а это может вылиться в существенные операционные и финансовые трудности для последнего.

На наш взгляд, после ужесточения требований ЦБ к бумагам, которые могут претендовать на включение в ломбардный список, публичный долговой рынок для Ситроникса практически закрывается. Обращающиеся облигации уже не смогут получить ломбардный статус, как следствие, если компания решит снова выходить на долговой рынок, привлекательность ее бондов для инвесторов будет значительно ниже, чем при прошлых размещениях.

Облигации Ситроникса не слишком ликвидны и предлагают доходность на уровне 10.00-11.00% при оферте в 2012 г. Мы считаем, что данные уровни доходности не соответствуют крайне высоким кредитным рискам компании. В частности, среди high-yield бумаг в секторе промышленности мы предпочитаем бумаги Соллерса.

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

Акрон (B1/NR/B+) просит Правительство помочь ему в разработке Талицкого участка; помощь позволила бы снизить планы по заимствованиям, но ее вероятность невелика

По сообщению Ведомостей, Акрон обратился к Правительству РФ с просьбой помочь ему в освоении Талицкого участка Верхнекамского месторождения калийных солей. Взамен на помощь от ВЭБа компания планирует передать госбанку крупную долю в своей «дочке», владеющей лицензией на разработку этого месторождения.

КОММЕНТАРИЙ

Инвестиции в Талицкий участок, по предварительным подсчетам Акрона, должны составить около USD1.5 млрд., а его запуск планируется не раньше 2018 г. В ноябре прошлого года Акрон озвучивал программу заимствований на ближайшие 5 лет. Сумма, эквивалентная USD2.2 млрд., будет направлена на инвестиции в разработку месторождения Олений ручей, а также калийных месторождений.

Обозначенные объемы будущих заимствований выглядят для Акрона весьма существенными, однако, учитывая растянутость по времени, ежегодный прирост долга не должен превысить RUB10 млрд. в год. Если же государство решит помочь компании в освоении Талицкого участка, это позволит Акрону снизить объем привлекаемого на рынке долга и несколько снизить стоимость его обслуживания.

На наш взгляд, вероятность вхождения ВЭБа в проект невелика, поэтому мы бы не стали преувеличивать позитивность этой новости для кредитного качества Акрона. Несмотря на то, что операционные показатели компании за последние полгода значительно улучшились, дальнейшее увеличение инвестиций приведет к росту совокупного долга. На конец 3К 2010 г. совокупный долг компании составлял около RUB34 млрд., при долговой нагрузке в терминах «Чистый долг/EBITDA» около 3.3х.

Не стоит забывать и о скором объединении двух калийных гигантов Уралкалия и Сильвинита, которое в скором времени может привести к повышению цены на калий для внутренних промышленных потребителей, что в свою очередь увеличит себестоимость производства сложных удобрений для Акрона.

Облигации Акрона на рублевом рынке по-прежнему очень дороги, мы не ожидаем от них опережающей рынок динамики.

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



Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон,%	Лет до погашения/оферта	УТМ / УТР, %
Татфондбанк-16о	2000	9.5	3 / 2	NA / 9.73
Дон ГКК-2	30	0	20	0.05
Трансмашхолдинг-16о	3000	6.5	3	6.61
Промсвязьбанк-36о	5000	8.6	3	8.79
Альянс НК-16о	5000	9.25	3	9.46
Альфа-Банк-1	5000	8.25	5 / 3	NA / 8.42
Камаз-26о	3000	8.6	3	8.79
Газпром нефть-8	10000	8.5	5	8.5
Газпром нефть-9	10000	8.5	10 / 5	NA / 8.68
Газпром нефть-10	10000	8.9	10 / 7	NA / 9.10

Налоговые выплаты

Дата	Налог
15 февраля	Страховые взносы во внебюджетные фонды
21 февраля	НДС
25 февраля	НДПИ и акцизы
28 февраля	Налог на прибыль

Ближайшие выпуски

Ориентир. Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/оферта
09 фев 11	АИЖК-17	8000	9.05	11 / 3
10 фев 11	ЛОКО-Банк-16о	2500	TBD	3 / 1
15 фев 11	ЕвразБанкРазвит-4	5000	TBD	7 / 3
15 фев 11	Алеф-Банк-1	1000	TBD	3 / 1
21 фев 11	Оборонпром-1	21091	TBD	9
22 фев 11	Мечел-15	5000	TBD	10

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/ Погашение
11 фев 11	Банк Москвы-2	10 000	7.5	7.55	1 фев 13
11 фев 11	Вестер-Финанс	1 500	15.25		
11 фев 11	Фортум-2	5 000	7.6	7.6	10 авг 11
14 фев 11	ВТБ24-2	10 000	7.35	4.5	
14 фев 11	Далур	520	14	10	5 фев 13
16 фев 11	ПЭС	63	9	9	8 авг 11
18 фев 11	Глобэкс-16о	5 000	9.25		
24 фев 11	Белон-2	2 000	17	17	20 май 11
24 фев 11	ПетроКоммерц Банк-7	3 000	14.9		
24 фев 11	Синергия-3	2 500	10	8	18 авг 14
24 фев 11	СУ-155-3	3 000	15.5	12.7	15 фев 12
28 фев 11	ТГК6 Инвест	2 000	10.5		
1 мар 11	Макромир Финанс-1	1 000	7.75		
3 мар 11	Рыбинскабель	1 000	0.01		
7 мар 11	МБРР-4	5 000	9.4		
7 мар 11	ТатФондБанк-6	2 000	11.2		
10 мар 11	ТехноНИКОЛЬ-2	3 000	7		
11 мар 11	ВолгаТелеком-4	3 000	12	6.65	3 сен 13

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

Роман Дзугаев +7 (495) 647-23-64
Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94
Алексей Тодоров +7 (495) 647-23-62

Департамент кредитного анализа

Сергей Гончаров +7 (495) 786-23-48
Юлия Сафарбакова +7 (495) 647-23-59
Дмитрий Турмышев +7 (495) 647-28-89

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

Светлана Федоровых +7 (495) 786-23-46

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ
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 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 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.