

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- Аукцион **UST30** подтвердил интерес инвесторов к длинным бумагам. Полагаем, что спрос нерезидентов определяется их видением текущих цен **UST** как привлекательных для покупок
- Доходность **португальских** облигаций ставит рекорды; **ЕЦБ** вынужден выйти на рынок; мартовский саммит ЕС определит дальнейшую динамику в секторе госдолга
- В корпоративных евробондах не было единого тренда, суверенные бумаги немного подросли; **спред Russia 30 – UST 10** сузился на фоне роста ставок UST
- **ВТБ** разместил USD750 млн. евробондов; условия мы считаем справедливыми
- Ждем **умеренного снижения на открытии** торгов в пятницу; внешний фон умеренно негативный ([стр. 2-4](#))
- **Центробанк Китая** повысил резервные требования для ряда региональных банков; борьба с инфляцией продолжится

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- Накопленный запас **ликвидности** продолжает радовать рынок низкими ставками; средств достаточно, чтобы «переварить» предстоящие страховые выплаты
- **Рубль** отыграл недавнее падение; **NDF** отреагировали позитивно; приближение налогового периода в пользу рубля
- Аукцион **ОБР-17** не состоялся, на вторичном рынке преобладали покупки
- **Кредит Европа Банк** и **ЕАБР** понизили ориентиры по купонам новых серий облигаций; условия все еще привлекательны ([стр. 5-6](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- **Северсталь**: позитивные операционные итоги 2010 года и отмена IPO «дочки» в совокупности нейтральны для рынка облигаций; евробонды оценены справедливо, рублевые бумаги дороги
- **Газпром**: долговая нагрузка в ЗК 2010 сокращалась с опережением плана; у компании есть интересные евробонды, хотя Novatek 21 - интереснее
- **S&P** понижает рейтинг **X5 Retail Group** на одну ступень на фоне поглощения Копейки; доходности бондов X5 уже учитывают этот факт ([стр. 7-9](#))
- **ФАС** удовлетворил заявку **ВТБ** о покупке **Банка Москвы**. Сценарий ВТБ-Банк Москвы практически реализован. Ждем, что о самой сделке **Москва** и **ВТБ** объявят в ближайшую неделю-две. Рекомендации по евробондам БМ даны во вчерашнем Навигаторе.
- **Fitch** подтвердило рейтинг **ГСС** на уровне ВВ с позитивным прогнозом. С учетом квазисуверенного статуса компании и высоких репутационных рисков для государства, оба выпуска бондов ГСС выглядят привлекательно как инвестиция до oferty.

СЕГОДНЯ

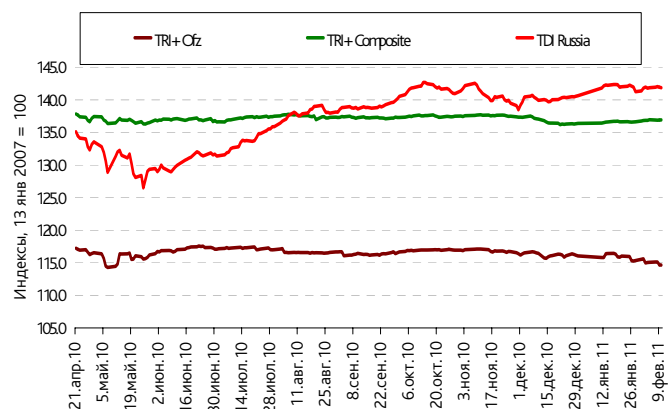
- Статистика **США**: торговый баланс (декабрь), индекс доверия потребителей Мичиганского университета (февраль, предварительные данные)

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↓ 171.00	-4.00	-22.00	-28.00
EMBI+ spread	↓ 252.15	-0.73	14.37	11.02
Russia 30 Price	↑ 114.64	+0	-1 5/8	-1
Russia 30 Spread	↓ 124.30	-5.10	-16.20	-24.20
Russia 5Y CDS	↑ 143.96	+2.30	+2.49	-2.55
UST 10y Yield	↑ 3.702	+0.04	+0.40	+0.37
BUND 10y Yield	↓ 3.299	-0.01	+0.26	+0.38
UST 10y/2y Yield	↑ 286.4	+2	+14	+13
Mexico 33 Spread	↓ 218	-5	-5	-13
Brazil 40 Spread	↑ 154	+2	+227	+204
Turkey 34 Spread	↓ 270	-0	-1	+14
ОФЗ 26199	↓ 5.87	-0.21	-0.13	-0.37
Москва 50	↓ 5.54	-0.01	-0.45	-0.34
Мособласть 8	↓ 7.79	-0.05	-0.30	-0.73
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	0.00
МТС 3	↑ 7.47	+0.00	+0.03	+0.02
Руб / \$	↑ 29.354	+0.099	-1.045	-0.997
\$ / EUR	↓ 1.359	-0.014	+0.024	+0.024
Руб / EUR	↑ 40.135	0.246	0.620	-0.353
NDF 1 год	↓ 4.720	-0.170	-0.110	+0.020
RUR Overnight	↑ 2.75	+0.8	+0.8	
Корсчета	↓ 406.9	-10.30	-305.90	-481.40
Депозиты в ЦБ	↑ 1171.9	+63.70	+181.50	+602.30
Сальдо опер. ЦБ	↓ 354.80	-14.80	+8.20	+418.60
RTS Index	↓ 1855.79	-2.20%	-1.09%	+4.70%
Dow Jones Index	↓ 12229.29	-0.09%	+4.24%	+4.79%
Nasdaq	↑ 2790.45	+0.05%	+2.02%	+3.68%
Золото	↑ 1364.30	+0.15%	-0.88%	-3.57%
Нефть Urals	↓ 98.30	-0.56%	+3.20%	+6.62%

TRUST Bond Indices

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↑ 247.95	0.12	2.13	2.38
TRIP Composite	↑ 235.04	0.09	0.64	0.85
TRIP OFZ	↓ 182.15	-0.03	-2.78	-1.86
TDI Russia	↓ 222.30	-0.11	-0.68	0.06
TDI Ukraine	↓ 222.29	-0.42	-1.09	-0.01
TDI Kazakhs	↓ 183.46	-0.09	0.87	1.59
TDI Banks	↓ 221.64	-0.03	0.46	0.87
TDI Corp	↓ 235.12	-0.33	-0.77	0.43

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices




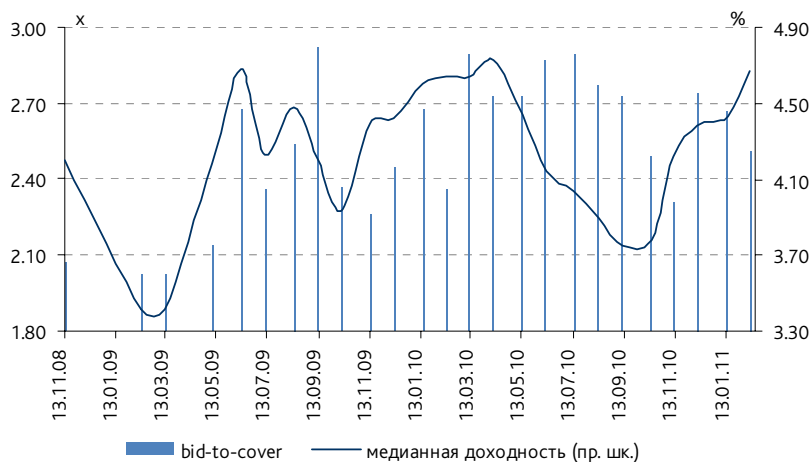
ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Аукцион UST30 подтвердил интерес инвесторов к длинным бумагам. Полагаем, что спрос нерезидентов определяется их видением текущих цен UST как привлекательных для покупок

Развязка интриги в части аукциона UST 30 в целом была положительна для цен UST – и в самой дальней точке американской суверенной кривой интерес был достаточно сильным. Переспрос составил 2.51x, что сопоставимо с его средним значением за период с сентября 2008 г. в 2.53x.

Доля удовлетворенного спроса indirect bidders, косвенно отражающих интерес нерезидентов, была свыше 43% общего объема удовлетворенных конкурентных заявок. Собственно, возобновление интереса нерезидентов к UST подтверждают и вчерашние недельные данные по балансу ФРС – сопутствующая информация об объеме UST на иностранных депозитарных счетах в ФРС за неделю 2-9 февраля показала их рост на USD7.2 млрд., который продолжается третью неделю подряд.

МЕДИАННАЯ ДОХОДНОСТЬ И УРОВНИ ПЕРЕСПРОСА ПО АУКЦИОНАМ UST 30, СЕНТЯБРЬ 2008 – ФЕВРАЛЬ 2011



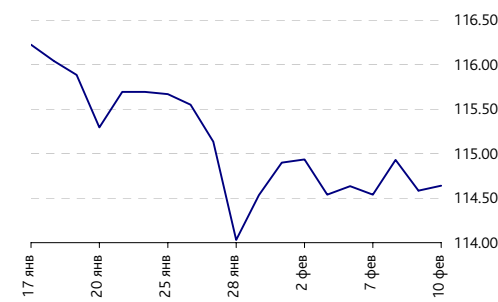
Источник: <http://www.treasurydirect.gov>

Медианная доходность размещения составила 4.67%, при этом более 66% заявок было удовлетворено по максимальной доходности 4.75%. Закрытие получасовой свечи в 21.30 МСК (отражающей динамику бумаг после аукциона, результаты которого будут обнародованы примерно в 21.00 МСК) прошло на уровне 4.74%. Однако с публикацией отчета об исполнении бюджета за январь в 22.00 МСК с фактическим дефицитом в USD49.8 млрд. при ожидании USD70 млрд. доходности начали расти на фоне небольшого скачка спроса на рискованные активы (S&P500). В итоге на закрытие американской сессии «тридцатка» составляла 4.78% по доходности. Собственно, данная положительная статистика с последующими продажами в UST стала вторым явлением за вчерашний день – накануне данные по делящейся безработице показали самый низкий уровень с сентября 2008 г.

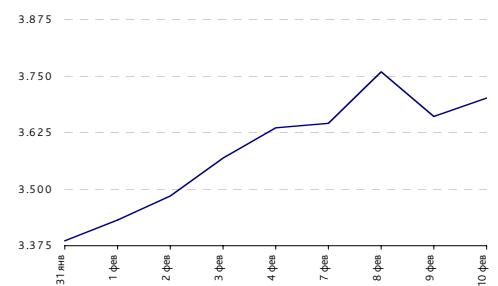
Рассматривая итоги аукционов UST 10 и UST 30 мы думаем, что сильный спрос со стороны нерезидентов определяется их видением текущих уровней цен UST как привлекательных для покупок. Также склоняемся к успокоению ситуации в части избыточных инфляционных ожиданий со стороны участников рынка.

Обозначим и выпущенный вчера ФРС план следующего этапа выкупа UST в рамках общей программы в USD600 млрд. В период 11 февраля – 9 марта ФРБ Нью-Йорка выкупит USD97 млрд. UST и TIPS (из которых USD17 млрд. покупок будет обеспечено за счет реинвестирования средств от погашения агентских бумаг на балансе ФРС). Собственно, объем текущего этапа находится в пределах предыдущих.

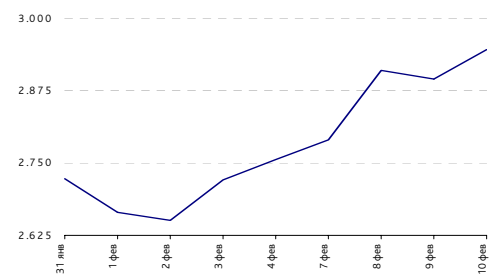
Russia 30 (Price)



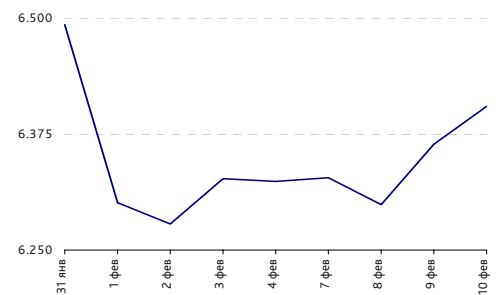
US Treasuries 10 Year (YTM)



Brazil 40 (YTM)

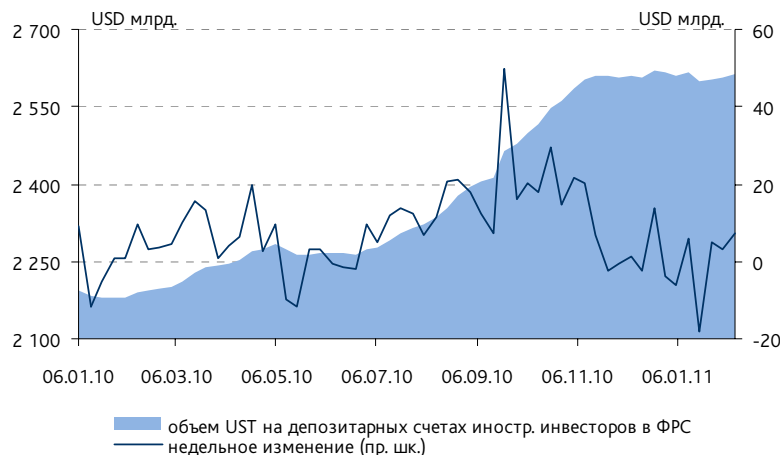


Turkey 34 (YTM)





ДИНАМИКА ОБЪЕМА UST НА ДЕПОЗИТАРНЫХ СЧЕТАХ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ В ФРС, 2010-2011

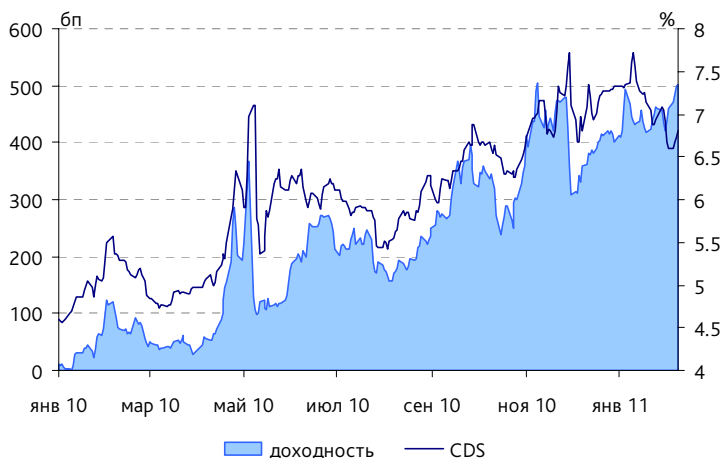


Источник: <http://www.federalreserve.gov>

Доходность португальских облигаций ставит рекорды; ЕЦБ вынужден выйти на рынок; мартовский саммит ЕС определит дальнейшую динамику в секторе госдолга

В четверг ЕЦБ, не покупавший гособлигации периферийных стран еврозоны уже более двух недель, был вынужден снова выйти на рынок. Как сообщил Рейтер, объектом внимания для регулятора стали десятилетние португальские бонды, доходность которых без явного информационного повода достигла в ходе торгов исторического максимума – 7.566%. После проведенных Европейским Центробанком покупок ставка по бумагам откатилась к 7.251%.

ДИАГРАММА. ДОХОДНОСТЬ И CDS 10-ЛЕТНИХ ГОСОБЛИГАЦИЙ ПОРТУГАЛИИ, 2010-2011 ГГ.



Источник: Reuters

С нашей точки зрения, уверенно растущая последние пять дней доходность португальских бумаг, а также резкая смена динамики CDS хорошо иллюстрирует разочарования инвесторов итогами саммита ЕС, состоявшегося в минувшие выходные (см. Навигатор долгового рынка от 7 февраля). Кроме того, участники рынка опасаются, что экономический рост в стране замедлится и может даже перейти в отрицательную зону ввиду проводимой властями политики жесткой экономии.

Португалия по состоянию на текущий момент привлекла достаточно средств для погашения гособлигаций объемом EUR4.5 млрд. в апреле. При этом примечательно, что не все размещения проводились в рамках открытых аукционов. Несмотря на краткосрочную обеспеченность страны средствами, мы опасаемся, что в случае очередной безрезультатной встречи европейских лидеров в марте ставки по бумагам страны могут начать стремительно расти, и



интервенции со стороны ЕЦБ уже не сработают. Это в итоге может вынудить Лиссабон обратиться за помощью к ЕС и МВФ.

В корпоративных евробондах не было единого тренда, суверенные бумаги немного подросли; спред Russia 30 – UST 10 сузился на фоне роста ставок UST

Единого тренда по корпоративным еврооблигациям в четверг не сложилось ввиду неоднозначного внешнего фона. Биржи США смогли преодолеть снижение на открытии и выйти в плюс, однако возобновившийся рост ставок UST оказал давление на рынок российских евробондов. Из нефтегазового сектора стоит отметить отрицательную динамику длинных бумаг **Газпрома** (-50 бп) и положительную – у евробондов **Новатэка** (+20 бп). Снижением котировок завершились торги по облигациям **ТНК-ВР** и **Транснефти**. В промышленности также наблюдалась разнонаправленная динамика. Подешевели евробонды **ТМК** (-15 бп), в то время как бумаги **Северстали** выросли в цене (+20 бп). Пользовались спросом у инвесторов бумаги **Вымпелкома**, подорожавшие в среднем на 25 бп. Среди банков прибавили в цене бумаги **Газпромбанка**, **Банка Москвы** и **Промсвязьбанка**, в то время как от евробондов **Сбербанка**, **ВЭБа** и **ВТБ** участники рынка предпочли избавиться.

Суверенные российские бумаги по итогам четверга показали лишь небольшой прирост стоимости. **Russia 30** подорожала на 6 бп до 114.64% от номинала. Спред **Russia 30 – UST 10** при этом незначительно сузился до 124 бп на фоне возобновившегося роста ставок UST.

ВТБ (Ваа1/BBB/BBB) разместил USD750 млн. евробондов; условия мы считаем справедливыми

Вчера ВТБ разместил 7-летние еврооблигации на сумму USD750 млн. Ориентир по доходности составлял 312.5-325 бп к свопам. В итоге в ходе размещения доходность была установлена на уровне YTM 6.315%, что, на наш взгляд, вполне справедливо. Мы видим незначительный потенциал для роста котировок на вторичном рынке, поскольку спред к свопам для нового выпуска буквально на 10 бп превышает спред более длинных бумаг **ВТБ 20** (YTM 6.63%).

Ждем умеренного снижения на открытии торгов в пятницу; внешний фон умеренно негативный

Мы полагаем, что торги пятницы по российским рублевым и валютным облигациям начнутся умеренным снижением. Этому, во-первых, будет способствовать отрицательная динамика на биржевые фьючерсы США, торгующиеся с утра в пятницу ниже уровней закрытия американского фондового рынка накануне. Не прибавит позитива инвесторам и негативная динамика на торговых площадках Азиатско-Тихоокеанского региона. Очередное обострение ситуации в Египте также вряд ли положительно повлияет на готовность инвесторов идти на риск. Нефть в пятницу торгуется практически на уровне закрытия основной торговой сессии в России, индекс доллара прибавляет около 20 бп. Тем не менее, высокой активности на долговом рынке в последний рабочий день недели мы не ожидаем.

Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 647-23-64

Алексей Тодоров, aleksey.todorov@trust.ru

☎ 647-23-62

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru

☎ 647-23-59



ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Накопленный запас ликвидности продолжает радовать рынок низкими ставками; средств достаточно, чтобы «переварить» предстоящие страховые выплаты

Ставки по однодневным [межбанковским кредитам](#), ввиду поступающей в последние дни на рынок рублевой ликвидности, оставались привычно низкими – 2.65-2.75% на протяжении большей части торгов и даже менее 2.5% по их окончании, когда основной спрос уже удовлетворен и активность рынка сходит на нет. Волна позитива от избытка ликвидности передалась и сектору 1-дневного междилерского РЕПО под залог облигаций, где стоимость фондирования устойчиво держится не выше 3.3% уже 3-ю неделю подряд. Серьезным признаком улучшения состояния этого сегмента служит сужение спреда между ставками по сделкам под залог [государственных](#) и корпоративных бумаг [1-го эшелона](#), который составляет сейчас не более 5 бп.

Ввиду несостоявшегося аукциона **ОБР-17**, подтвердившего наши ожидания насчет низкой привлекательности данного инструмента при заданных параметрах, состояние ликвидности вчера изменилось незначительно. Остатки на депозитах в ЦБ вчера «потеряли» RUB40.5 млрд. (до RUB1,131.4 млрд.) в связи с возвратом Банку России ранее привлеченных банками средств на 1 месяц. Частично компенсировал эти потери приток средств на корсчета в размере RUB13.8 млрд. (до RUB420.7 млрд.).

Тем не менее, уровень текущего [чистого запаса ликвидности](#), который по-прежнему остается высоким – около RUB2.1 трлн., не может не радовать в преддверии нового налогового периода, который стартует с уплаты страховых взносов во внебюджетные фонды 15 февраля. Общий объем страховых выплат, который мы оцениваем в феврале в размере RUB190-210 млрд., на наш взгляд, достаточно весом, чтобы в ближайшие дни оказать давление на ставки и спровоцировать связанные с получением рублевых средств под его уплату продажи валютной выручки экспортерами.

Между тем, мы считаем, что обусловленный страховыми отчислениями подъем ставок, если и произойдет, будет кратковременным и составит лишь 0.25-0.4 п.п., поскольку смягчить ситуацию позволит имеющийся в платежной системе накопленный запас ликвидности, подкрепленный встречными поступлениями от крупных погашений (**ОБР-16** 18 февраля) и притоком средств с валютного рынка на фоне набирающего силу рубля.

Рубль отыграл недавнее падение; NDF отреагировали позитивно; приближение налогового периода в пользу рубля

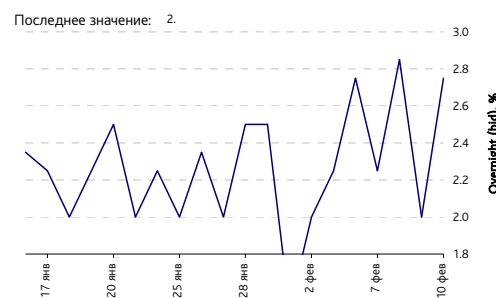
Стоимость бивалютной корзины, составляя на открытие RUB34.16, в первые минуты торгов подскочила до RUB34.23, после чего подавляющую часть дня торговалась несколько ниже – на уровне RUB34.16, упав до дневного минимума RUB34.09 лишь под самый конец торгов. За счет улучшения динамики курса рубля вчера участники рынка воспринимали рублевые риски еще менее настороженно, что отразилось на сужении диапазона [трехмесячных ставок NDF](#) до 3.2-3.34% (против 3.2-3.36% накануне). В ближайшие дни поддержать рубль способна активизация продажи валютной выручки экспортерами под уплату крупных страховых взносов.

Аукцион ОБР-17 не состоялся, на вторичном рынке преобладали покупки

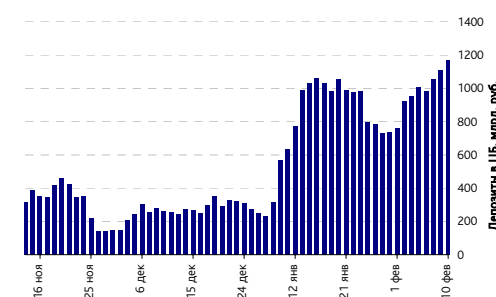
Покупки в четверг выступали преобладающим вектором торгов – как в сегменте ОФЗ, так и корпоративных бумагах. В госбумагах основной рост цен в средней / длинной дюрации: **ОФЗ 25063** +10 бп по цене (УТМ 4.67%), **ОФЗ 25072** (+8 бп, УТМ 6.63%), +7 бп в **ОФЗ 25075** (УТМ 7.40%) и **ОФЗ 25203** (УТМ 7.50%).

В субфедах отметим **Москву-66** (+50 бп), в корпоративных бумагах наряду с металлургами (**Евразхолдинг-4** +36 бп, **Сибметинвест-1** +34 бп) неплохо покупались нефтегазовые бумаги: **Газпромнефть-3** (+45 бп, УТМ 6.36%), **Новатэк-160** (+14 бп, УТМ 7.0%). Среди банков отметим **ВТБ-5** (+30 бп, УТМ 7.48%) и **Промсвязьбанк-360** (+24 бп, УТМ 8.72%).

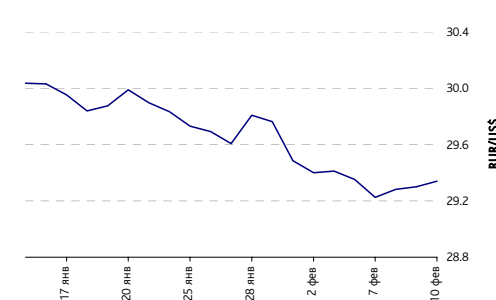
Ставка overnight (максимум, bid)



Депозиты в ЦБ РФ



Курс рубль/доллар





Кредит Европа Банк (ВаЗ/NR/ВВ-) и ЕАБР (АЗ/ВВВ/ВВВ) понизили ориентиры по купонам новых серий облигаций; условия все еще привлекательны

Вчера **Кредит Европа Банк** понизил ориентиры по ставке купона с 8.40-8.90% до 8.30-8.60% по размещаемым облигациям 6-й серии на сумму RUB4 млрд. Новые условия обеспечивают доходность YTP 8.47-8.78% к ofercie через 1.5 года. Книга закрывается сегодня, а размещение запланировано на 15 февраля 2011 г.

Новые условия, на наш взгляд, адекватны при текущих достаточно узких спредах на рынке. Мы полагаем, что банку удастся разместиться и по нижней границе диапазона, но привлекательной считаем доходность выше YTP 8.60%.

Евразийский Банк Развития понизил индикативный диапазон ставок по купону для нового выпуска облигаций 4-ой серии до 7.60-7.85%, что обеспечивает доходность YTP 7.74-8.00% к ofercie через 3 года. Объем размещения составляет RUB5 млрд., книга заявок закрывается сегодня, а размещение на вторичном рынке произойдет 15 февраля.

Мы по-прежнему считаем интересным участие в выпуске, поскольку при достаточно крепком кредитном профиле эмитента обеспечивается премия к суверенной кривой выше 100 бп. Поэтому мы считаем новые бумаги хорошей инвестицией в качество.

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



ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

ТОРГОВЛЯ

S&P понижает рейтинг X5 Retail Group (B1/B+/NR) на одну ступень на фоне поглощения Копейки; доходности бондов X5 уже учитывают этот факт

Вчера рейтинговое агентство S&P опубликовало пресс-релиз, в котором разъяснила причины понижения рейтингов X5 Retail Group до B+ со «стабильным» прогнозом. Одновременно с этим рейтинги Копейки были приравнены к рейтингам X5, а затем отозваны по просьбе последней.

КОММЕНТАРИЙ

Как мы и ожидали, поглощение Копейки, профинансированное преимущественно за счет заемного капитала, должно было подтолкнуть S&P к негативным рейтинговым действиям. Напомним, денежная часть сделки составила около RUB40 млрд., из которых RUB30 млрд. было привлечено в виде кредитов. Кроме того, с 4К 2010 г. X5 начнет консолидировать долг Копейки, который на момент поглощения составлял RUB16 млрд., что в совокупности, по нашим оценкам, приблизит долговую нагрузку X5 в терминах «Совокупный долг / EBITDA» до уровня 4.0х. Эксперты S&P в своем отчете отмечают, что к концу 2011 г. компании не удастся снизить долговое бремя ниже указанной отметки.

Основными факторами поддержки кредитного качества X5 остаются:

- лидирующее положение в отрасли, которое еще больше упрочится после полной интеграции Копейки;
- отличная способность генерировать стабильный операционный денежный поток, размер которого несильно подвержен колебаниям из-за изменения рыночной конъюнктуры;
- потенциальная поддержка от Альфа-Групп.

Мы считаем, что X5 начнет постепенно снижать долговую нагрузку уже со 2К 2011 г., при условии если крупнейший российский ритейлер воздержится от новых поглощений в среднесрочной перспективе. Если же активная консолидация отрасли под патронажем X5 Retail Group все-таки продолжится (см., например, появившуюся вчера информацию об интересе X5 к активам Metro Group в России), то кредитные рейтинги компании надолго закрепятся в зоне single-B. Мы обращаем внимание, что дальнейшее снижение кредитных рейтингов розничного оператора с точки зрения долгового рынка представляется уже критичным и грозит потерей ломбардного статуса по новым бондам X5.

Вчера облигации X5 практически не отреагировали на рейтинговое действие S&P, и сейчас долговые инструменты X5 и Копейки торгуются уже практически на одной кривой, которая дает незначительный спред к долговым инструментам Магнита, кредитное качество которого значительно лучше, чем у X5. Мы не видим интересных идей в этих бумагах.

Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru

☎ 647-25-89

Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru

☎ 647-23-60



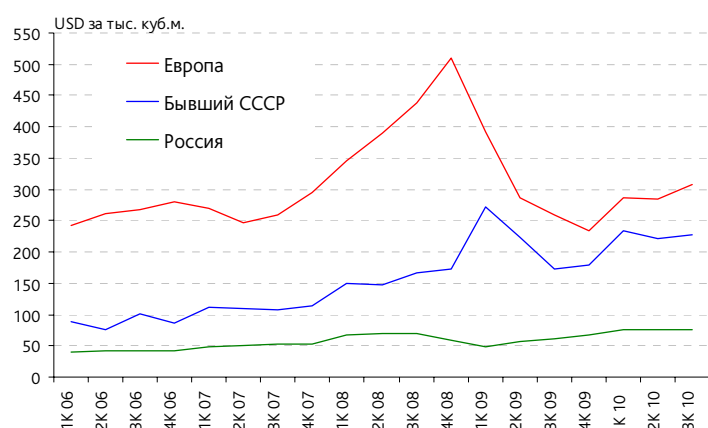
НЕФТЬ И ГАЗ

Газпром (Ваа1/BBB/BBB): долговая нагрузка в 3К 2010 сокращалась с опережением плана; у компании есть интересные евробонды, хотя Novatek 21 - интереснее

Предоставленная вчера крупнейшей российской компанией отчетность за 3К 2010 г. по МСФО в очередной раз не преподнесла сюрпризов и лишь подтвердила положение Газпрома как наиболее крепкого российского заемщика. Более того, результаты оправдали ожидания рынка, а потому, как и обычно, вряд ли повлияют на котировки облигаций.

Несмотря на сезонный спад объемов проданного газа, цены на основных направлениях – Европа и страны бывшего СССР – немного подросли, за счет чего и общая выручка Газпрома несколько увеличилась относительно предыдущего квартала (+2.9% до RUB786 млрд.). Рентабельность по EBITDA в прошедшем квартале несколько снизилась (до 31%) - ниже, чем даже в кризисный период начала 2009 года.

ДИАГРАММА. ЦЕНЫ НА ГАЗ ГАЗПРОМА ПО РАЗНЫМ НАПРАВЛЕНИЯМ



Источник: данные компании

Свободный денежный поток Газпрома в 3К 2010 г. оказался на минимальном положительном уровне – лишь RUB5 млрд., хотя, на наш взгляд, это не критично для концерна. Во-первых, Газпрому удастся покрывать свою инвестпрограмму, согласно которой в 4К 2010 г. будет потрачено еще порядка RUB200 млрд., а во-вторых, компания постепенно продает непрофильные активы. Так, уже в 4К 2010 г. продажа акций Новатэка принесла RUB57 млрд. Тот факт, что цена пакета оказалась занижена относительно рыночной практически на треть, на наш взгляд, не ударит по финансам Газпрома.

Таблица. Основные финансовые показатели Газпрома

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	1К 10	2К 10	3К 10
Выручка	3285	2991	957	764	786
ЕБИТДА	1554	1124	432	281	244
Чистая прибыль	771	794	337	171	170
Чистый операционный денежный поток	961	838	469	257	269
Капвложения и приобретение ДЗО	849	968	250	113	297
Свободный денежный поток	247	43	250	48	5
Совокупный долг в т.ч.	1366	1626	1380	1352	1291
Краткосрочный долг	441	437	313	307	226
Денежные средства и эквиваленты	344	250	399	371	316
Краткосрочные финансовые активы	23	52	17	20	20
Активы	7169	8369	8558	8516	8688
Показатели					
ЕБИТДА margin (%)	47.3%	37.6%	45.2%	36.7%	31.0%
ЕБИТДА/проценты (x)	26	15	30	28	37
Долг/ЕБИТДА (x)	0.9	1.4	1.1	1.0	1.0
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	0.7	1.2	0.8	0.7	0.7
Долг/Собственный капитал (x)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1

Источник: данные компании, НБ «ТРАСТ»



Газовый монополист продолжает постепенно сокращать совокупный уровень долга, а долговая нагрузка в терминах «Долг/ЕБИТДА» по-прежнему находится на безопасном уровне 1.0x. Мы не видим угроз для Газпрома и на будущее: денежных средств должно хватать и без крупных новых заимствований, хотя рефинансирование имеющихся кредитов и облигаций возможно. Нового крупного навеса предложения на долговом рынке мы также не ожидаем: размещение еврооблигаций в конце 2010 года стало первым за последние полтора года.

Среди еврооблигаций Газпрома наиболее привлекательно сейчас выглядят **Gazprom 19** и **Gazprom 20**, которые традиционно наиболее волатильны. Очевидно, что при текущем расширении спреда они смотрятся привлекательно относительно всей кривой монополиста. Из других бумаг нефтегазового сектора мы видим еще небольшой потенциал у бумаги **Novatek 21**.

Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru

МЕТАЛЛУРГИЯ

Северсталь (ВаЗ/ВВ-/В+): позитивные операционные итоги 2010 года и отмена IPO «дочки» в совокупности нейтральны для рынка облигаций; евробонды оценены справедливо, рублевые бумаги дороги

Вчера Северсталь последней из крупных металлургических компаний России объявила операционные итоги за 2010 год. В последнем квартале компания показала неплохие результаты, нарастив совокупные объемы как в производстве, так и в продажах всех основных видов продукции. В итоге Северсталь сохранила за собой статус лидера российской металлургии по совокупному производству (см. таблицу) и подтвердила свое крепкое кредитное качество.

Однако сегодня вышла неприятная, хотя и ожидаемая новость, для компании. В условиях плохих рыночных условий Северсталь была вынуждена отложить IPO своей золотодобывающей «дочки» Nord Gold. С кредитной точки зрения, мы считаем, что это некритично для материнской компании в силу и без того значительного объема денежных средств на счетах (USD2.1 млрд. на конец 3К 2010).

Таблица. Совокупный выпуск стали крупнейшими холдингами

млн. тонн	2009	2010	Изм, %
Северсталь	16.7	17.7	6%
Евраз	15.3	16.3	7%
НЛМК	10.9	11.5	6%
ММК	9.6	11.4	19%
Металлоинвест	6.5	6.1	-6%
Мечел	5.5	6.1	10%

Источник: данные компаний

Рублевые бумаги Северстали по-прежнему выглядят для нас чересчур дорогими, так как торгуются на одном уровне с бумагами ММК и НЛМК, рейтинги которых выше на 1-2 ступени. Евробонды Северстали, на наш взгляд, оценены рынком справедливо, хотя и торгуются по более высоким уровням доходностей, чем у Алросы – компании, общую кредитоспособность которой мы оцениваем на сравнимом уровне. Мы связываем это с отложенным спросом инвесторов на заметно снижающиеся кредитные риски госкомпаний. Мы не видим перспектив для дальнейшего расширения соответствующих спредов.

Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru

☎ 786-23-48



Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон, %	Лет до погашения/оферта	УТМ / УТР, %
Трансмашхолдинг-16о	3000	6.5	3	6.61
Промсвязьбанк-3бо	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
АИЖК-17	8000	9.05	11 / 3	9.36
ЛОКО-Банк-16о	2500	8.5	3 / 1	NA / 8.67

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
15 фев 11	ЕвразБанкРазвит-4	5000	TBD	7 / 3
15 фев 11	Алеф-Банк-1	1000	TBD	3 / 1
16 фев 11	РейлТрансАвто-2	1500	TBD	5
21 фев 11	Оборонпром-1	21091	TBD	9
22 фев 11	Мечел-15	5000	TBD	10
22 фев 11	Мечел-16	5000	TBD	10

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/ Погашение
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	8.3	16 фев 13
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 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 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. 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 данному 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.