

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- Заметные покупки в **UST** на данных о CPI подтверждают наше мнение о том, что ключевой драйвер для **UST** – инфляционные ожидания
- Рост напряженности вокруг **Португалии** – сторонняя помощь понадобится к концу марта
- В конце февраля **Минфин** планирует размещать **рублевые евробонды**, в российском евродолге в четверг – покупки
- Белоруссия** вновь подтверждает планы по размещению евробондов ([стр. 2-3](#))
- Газпром** может разместить евробонды в юанях

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- Отток ликвидности** не привел к подъему ставок; накопленного запаса средств достаточно в преддверии **НДС, НДПИ и акцизов**
- Противоречивые макроданные января ставят под сомнение возможность повышения **ставок ЦБ** в феврале
- На аукционе **ОБР-17** размещено RUB8.34 млрд., **рублевые облигации** пользовались спросом
- МКБ** снижает диапазон доходности по бондам; все равно привлекательно ([стр. 4-5](#))

МАКРОЭКОНОМИКА

- Макроданные:** инвестиции, потребление и доходы взяли паузу? ([стр. 6-7](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- Русская медная компания:** новый собственник как повод обратить внимание на облигации компании; спред к кривой Мечела имеет потенциал к сужению на 50 бп
- Fitch** позитивно смотрит на перспективы **электроэнергетического сектора** в России, но не ждет повышения рейтингов; нейтрально для обращающихся облигаций сектора
- Правительство может в «ручном режиме» понизить тарифы **энергетических компаний**; негативно для инвестиционной привлекательности компаний отрасли ([стр. 8-10](#))
- Рейтинг **Северстали** от S&P подтвержден на уровне «BB-» и выведен с пересмотра на новости об отложенном IPO Nord Gold; тем не менее рейтинг может быть повышен в случае устойчивого улучшения рентабельности и кредитоспособности
- Долг **Евраза** на конец 2010 года с погашением в 2011 году – USD630 млн. (из них около USD500 млн. в 1K), в 2012 – USD310 млн., в 2013-2014 годах – около USD2 млрд.
- Ввод в эксплуатацию Штокмановского месторождения, принадлежащего **Газпрому**, может быть перенесен с 2016 на 2018 гг.
- Лицензия на месторождения им. Требса и Титова могут быть переданы **Башнефти** в течение недели
- S&P** повышает **ВБД** до "BB+" (прогноз "позитивный") на фоне завершения первого этапа сделки с **PepsiCo**. После окончания поглощения ожидаем присвоения ВБД рейтинга инвестиционной категории. Облигации компаний все еще имеют потенциал к снижению доходности на 30-40 бп

СЕГОДНЯ

- Погашение: **ОБР-16** на RUB9.1 млрд., **Глобэкс БО-1**

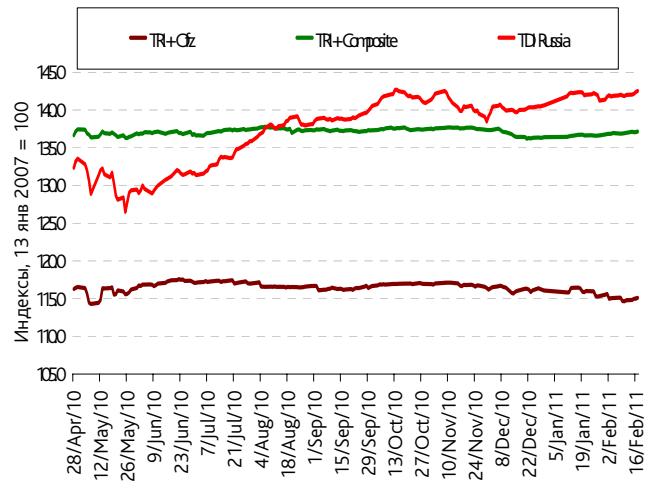
КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

		Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↑	177.00	4.00	-13.00	-22.00
EMBI+ spread	↓	262.67	-0.07	23.70	21.54
Russia 30 Price	↑	115.18	+ 2/8	- 1/8	- 4/8
Russia 30 Spread	↓	125.50	-2.60	-17.00	-23.00
Russia 5Y CDS	↑	146.72	+0.33	+1.76	+0.22
UST 10y Yield	↓	3.601	-0.02	+0.17	+0.27
BUND 10y Yield	↓	3.181	-0.05	+0.02	+0.26
UST 10y/2y Yield	↑	281.7	+3	+0	+8
Mexico 33 Spread	↓	225	-1	-5	-7
Brazil 40 Spread	↑	57	+1	+130	+108
Turkey 34 Spread	↑	291	+2	+19	+34
ОФЗ 26199	↓	5.72	-0.05	-0.20	-0.52
Москва 50	↓	5.48	-0.07	-0.17	-0.40
Мособласть 8	↓	7.77	-0.00	-0.10	-0.75
Газпром 4	↔	7.90	-	0.00	0.00
МТС 3	↓	7.47	-0.00	-0.14	+0.01
Руб / \$	↓	29.245	-0.040	-0.580	-1.106
\$ / EUR	↑	1.360	+0.004	+0.013	+0.025
Руб / EUR	↑	39.682	0.212	-0.507	-0.806
NDF 1 год	↓	4.510	-0.070	-0.310	-0.190
RUR Overnight	↓	2.30	-0.1	-0.2	
Корсчета	↑	638.4	+98.10	+37.40	-249.90
Депозиты в ЦБ	↓	869.8	-65.60	-183.10	+300.20
Сальдо опер. ЦБ	↓	289.40	-55.60	-127.80	+353.20
RTS Index	↓	1877.21	-0.19%	+0.33%	+5.91%
Dow Jones Index	↑	12318.14	+0.24%	+4.19%	+5.55%
Nasdaq	↑	2831.58	+0.21%	+4.71%	+5.20%
Золото	↑	1383.38	+0.41%	+2.55%	-2.22%
Нефть Urals	↓	100.02	-1.02%	+7.95%	+8.48%

TRUST Bond Indices

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↑	248.82	0.28	2.30
TRIP Composite	↑	235.37	0.08	0.83
TRIP OFZ	↑	182.84	0.11	-1.25
TDI Russia	↑	223.37	0.24	0.94
TDI Ukraine	↑	222.49	0.01	-1.17
TDI Kazakhs	↓	184.00	-0.05	1.35
TDI Banks	↑	222.78	0.19	1.87
TDI Corp	↑	236.25	0.20	0.61

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices



ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Заметные покупки в UST на данных о CPI подтверждают наше мнение о том, что ключевой драйвер для UST – инфляционные ожидания

Цены UST вчера достаточно бурно отреагировали на [публикацию](#) в 16.30 МСК статистики по январскому уровню потребительских цен. В годовом исчислении ИПЦ вырос на 1.6% при аналогичных ожиданиях – максимальный рост с июня 2010 г., базовый индекс (core CPI) – на 1.0% при консенсус-прогнозе Reuters +0.9%. Базовая потребительская инфляция по итогам января стала максимальным уровнем с апреля прошлого года.

Опубликованные днем ранее январские данные по ценам производителей (+3.6% по PPI, +1.6% по core PPI) давали основания участникам рынка ожидать превышение фактическими CPI уровней консенсус-прогнозов. Наши рассуждения о вкладе инфляционных ожиданий в динамику UST во вчерашнем обзоре основывались в том числе на видении, что производители в США по-прежнему ограничены в возможности перекладывать издержки на домохозяйства (потребителей) вследствие сохраняющейся слабости спроса с их стороны. Таким образом, выход данных по CPI в пределах ожиданий и дальнейшие движения в UST в общем то и подтверждают завышенность инфляционных ожиданий у участников рынка.

Закрытие получасовой свечи в 17.00 МСК на графике доходности **UST10** прошло на уровне 3.56% – снижение около 4 бп с момента обнародования статистики. Впрочем, ожидания роста инфляции, как следствие восстановительных процессов в экономике, никуда не исчезают. Положительный характер статданных США на текущей неделе (и прежде всего – по росту цен) обусловил вчера хороший спрос на аукционе по 30-летним TIPS, купон по которым привязан к уровню инфляции в экономике. Переспрос составил 2.54x, а после аукциона имело место краткосрочное расширение спреда **UST30 – TIPS30**, свидетельствующего о росте инфляционных ожиданий, впрочем – скавшегося к настоящему моменту.

На очередном дне покупок в рисковых активах вчера доходность **UST10** вернулась к уровням в пределах 3.6%. На следующей неделе рынок увидит навес первичного предложения по UST в объеме USD99 млрд. – именно такие объемы размещений обнародовал вчера Минфин США. Распределится он в виде USD35 млрд. по **UST2**, USD35 млрд. по **UST5**, USD29 млрд. по **UST7**.

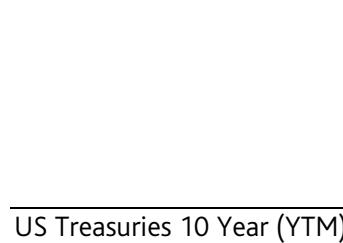
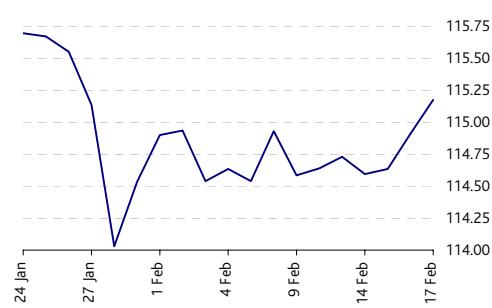
Данные по балансу ФРС за неделю 10-16 февраля показали его расширение на USD9 млрд. до очередного рекорда в USD2.492 трлн. Объем UST на балансе вырос на USD23 млрд. до USD1.19 трлн.

Мы вновь обращаем внимание на рост объемов UST на иностранных депозитарных счетах в ФРС, считая его немаловажным индикатором спроса на рынке UST – за неделю отмечен рост на USD13.2 млрд., что является максимумом за последние 4 недели роста.

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



Russia 30 (Price)



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

Рост напряженности вокруг Португалии – сторонняя помощь понадобится к концу марта

Вчера во второй половине дня в СМИ появилось немало сообщений о росте напряженности вокруг Португалии. В частности, Reuters со ссылкой на, видимо, приближенный к европейским монетарным регуляторам источник, сообщил, что

страны – члены всего ЕС все в меньшей степени уверены в способности Португалии самостоятельно привлекать финансирование на рынках капитала. Собственно, в статье Reuters сослался на заявление монетарных властей Португалии, сделанное несколько дней назад. Оно сводились к тому, что страна была бы не против, «если бы ЕС к саммиту 24-25 марта подготовил комплексный пакет мер, которые бы позволили стране противостоять давлению финансовых рынков».

Собственно, вчера представитель члена правительства Португалии обозначил действия страны по сдерживанию роста дефицита бюджета и действительно заявил о возможности рассмотрения такого пакета мер. Опрошенные Reuters сторонние эксперты ожидают, что до саммита 24-25 марта у страны не будет проблем с привлечением финансирования на публичных рынках, однако в дальнейшем ситуация может измениться.

Доходность 10-летних еврооблигаций Португалии сейчас составляет 7.49%, демонстрируя непрерывный рост с уровня 6.81% на 2 февраля. Столь же плавно растут и CDS (456 бп на утро). Отсутствие дисбаланса в движении кредитно-дефолтных свопов и цен суверенного долга позволяют на текущем этапе предположить отсутствие вмешательства ЕЦБ в жизнь португальского долга.

В конце февраля Минфин планирует размещать рублевые евробонды, в российском евродолге в четверг – покупки

Вчера появилось сообщение о том, что Минфин все-таки планирует размещение рублевых евробондов. Что касается времени размещения, то речь идет о следующей неделе. Как пишет Reuters со ссылкой на источник в Минфине, открытие книги заявок предполагается без проведения road show. Собственно, последний раз рынок слышал о планах по размещению рублевого евродолга от Д. Панкина в конце января – тогда озвучивался объем до RUB60 млрд., а период размещения – февраль-март. В целом отметим, что конъюнктура внешних рынков все еще остается благоприятной для осуществления заимствований.

Цена суверенного выпуска **Russia 30** вчера закрылась на 115-й фигуре (YTM 4.89%), прибавив 13 бп к среде.

Белоруссия (B1/B+/NR) вновь подтверждает планы по доразмещению евробондов

Вчера представитель Минфина Белоруссии в очередной раз подтвердил планы по доразмещению евробондов на USD200 млн. и размещению рублевых облигаций в России на RUB8 млрд. Последний раз такие заявления делались месяц назад, однако с тех пор конъюнктура вторичного рынка для страны сильно поменялась. Так, и **Belarus 15** и **Belarus 18** упали на 4 п.п. за довольно короткий промежуток, по-видимому, из-за нарастания опасений инвесторов по поводу политических рисков страны.

Несмотря на то, что сам риск Белоруссии по предлагаемой доходности (250 бп спреда к Украине со сравнимыми рейтингами) нам нравится, мы не исключаем, что фактическое размещение новых долгов может привести к еще некоторому увеличению доходности торгуемых бумаг страны. Напомним также, что отложенное размещение рублевых выпусков Белоруссии могло привести к негативному восприятию эмитента инвесторами.

Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

647-23-64

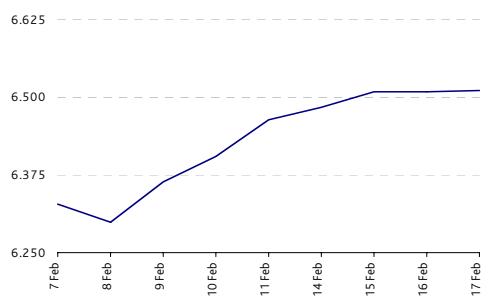
Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru

786-23-48

Brazil 40 (YTM)



Turkey 34 (YTM)



ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Отток ликвидности не привел к подъему ставок; накопленного запаса средств достаточно в преддверии НДС, НДПИ и акцизов

Четверг был отмечен существенным оттоком ликвидности. Сокращение остатков на [корсчетах](#) (-RUB111.5 млрд. до RUB526.9 млрд.) лишь отчасти было компенсировано приростом [депозитов](#) (+RUB20.2 млрд. до RUB890.0 млрд.), в ходе чего чистый отток ликвидности с учетом погашений обязательств банков перед ЦБ составил RUB87.5 млрд. Суммарный объем остатков на корсчетах и депозитах сократился до локального минимума RUB1.4 трлн., а [чистый запас ликвидности](#) снизился до RUB1.9 трлн. Такой отток ликвидности мы склонны связывать с предварительными платежами по НДС (до 21 января, не менее RUB110 млрд., по нашим оценкам) и оттоком рублевых средств на FX в связи с преобладанием покупок валюты на вчерашних торгах.

Ставки денежного рынка в очередной раз проигнорировали отток ликвидности. Стоимость привлечения на [МБК](#) на 1 день лишь днем была на 0.35-0.4 п.п. выше привычных значений – 2.85-2.9%, но уже к вечеру, по мере ослабления активности участников рынка, опустилась до 2.75-2.8%, что сопоставимо с текущей стоимостью депозитов овернайт ЦБ (2.75%). Изъятие ликвидности привело к несущественному подъему ставок в сегменте 1-дневного междилерского РЕПО – до 3.27% по сделкам [под залог ОФЗ](#) и облигаций [1-го эшелона](#) а. Об отсутствии

Сегодня в платежную систему поступят средства от погашения **ОБР-16** объемом RUB9.1 млрд., которые могут отчасти компенсировать отток, связанный с размещением **ОБР-17** на RUB8.34 млрд. Благодаря накопленному запасу ликвидности и отсутствию аукционов ОФЗ до конца месяца, мы не ожидаем каких-либо существенных негативных последствий для ликвидности, видим возможным нормализацию ситуации со ставками в ближайшие дни. На следующей неделе не исключаем лишь небольшого временного подъема стоимости заемов (не более чем на 0.25-0.4 п.п.) ближе к крупным выплатам по НДПИ и акцизам (не менее RUB180 млрд. по нашим оценкам, до 25 февраля).

Противоречивые макроданные января ставят под сомнение возможность повышения ставок ЦБ в феврале

Противоречивые макроданные вынуждают нас скорректировать свои [ожидания](#) по ставкам. Если за последние две недели февраля Росстат зафиксирует замедление или стабилизацию ценовой динамики, это ослабит необходимость повышения процентных ставок именно на предстоящем в конце февраля заседании совета директоров ЦБ. В то время как ухудшение макропоказателей (притормаживание инвестиций, доходов населения, розничного оборота, см. раздел «Макроэкономика») заставляет усомниться в устойчивости роста экономики, а значит и в возможности ужесточения монетарной политики без нанесения урона инвестициям и промышленности.

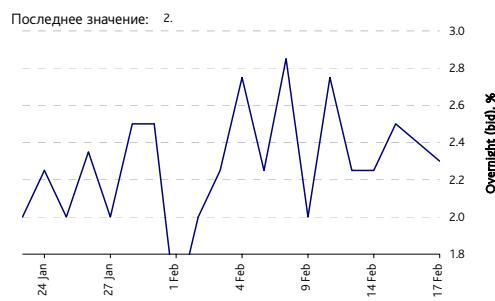
Между тем такое развитие событий лишь оттягивает перспективу повышения всех ставок (по нашим оценкам, на 75-100 бп до конца 1П 2011 г. с шагом по 25 бп в месяц), но не отменяет ее. В сложившейся ситуации ЦБ может взять «тайм-аут» или пойти на непопулярные меры. Так, ввиду сохранения избыточной ликвидности и ее пополнения за счет интервенционных покупок валюты Банком России и поступлений рублевой ликвидности с FX при умеренных рисках возобновления притока спекулятивного капитала, для сдерживания роста денежной массы и подавления инфляции в феврале ЦБ еще раз может пойти на осторожный шаг – очередное небольшое подобное январскому повышение резервных требований, предполагающее отток ликвидности лишь в районе RUB100 млрд.

На аукционе ОБР-17 размещено RUB8.34 млрд., рублевые облигации пользовались спросом

Вчерашний день отметил превалированием покупок и в сегменте ОФЗ (в целом по всей кривой), и в корпоративных бумагах. В госбумагах наиболее сильные движения по итогам дня были заметны в **ОФЗ 25076** (+12 бп по цене, YTM 6.89%), **ОФЗ 25071** (+7 бп, YTM 7.09%). Спрос нашелся и на вчерашнем аукционе **ОБР-17** – объем размещения составил RUB8.34 млрд. из предложенных RUB25 млрд., ставка – 3.30%.

В корпоративном сегменте отмечаем **Мечел-5** (+14 бп, YTP 7.75%), а также рост на 7 бп в выпусках **Евразхолдинг-1** (YTP 7.92%) и **Евразхолдинг-2** (YTP 9.41%).

Ставка overnight (максимум, bid)





МКБ (B1/NR/B+) снижает диапазон доходности по бондам; все равно привлекательно

Сегодня утром ориентир доходности по новому выпуску **МКБ БО-1** был снижен с 9.00-9.25% до 8.75-9.00% (YTP 8.94-9.20% к оферте через 2 года). Такая доходность выглядит менее привлекательно, однако все равно предлагает некоторую премию ко всем имеющимся выпускам. Учитывая наше позитивное видение кредитного профиля банка и наиболее стабильное положение среди конкурентов со сравнимыми рейтингами, мы считаем, что бумага может быть привлекательна даже по нижней границе нового диапазона. Книга заявок закрывается сегодня.

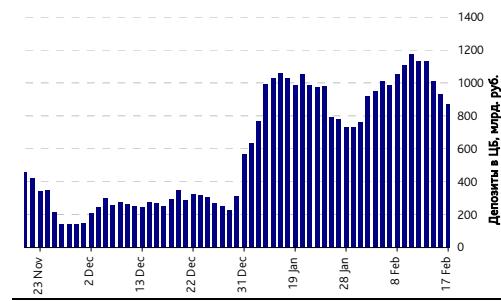
Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru

789-35-94

Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

647-23-64

Депозиты в ЦБ РФ





МАКРОЭКОНОМИКА

Макроданные: инвестиции, потребление и доходы взяли паузу?

Вчера ФСГС опубликовала данные по социально-экономическим индикаторам России за январь 2011 года.

КОММЕНТАРИЙ

	Реальные располагаемые доходы	Реальная зар.плата	Оборот роздн. торговли	Инвести- ции в осн. капитал	Индекс пром. пр-ва	Безра- ботица
янв 11/дек 10	51.2	76.2	75	20.4	89.1	-
дек 10/дек 09	102.0*	101.3	103.4	110.1	106.3	7.2
янв 10/янв 09	115.4	101.2	100.5	91.7	110.2	-
янв 11/янв 10	94.5	100.6	100.5	95.3	106.7	7.6
янв 11П	-	101.4	102.5	109.6	105.5	7.3
НБ ТРАСТ						

* с учетом корректировки Росстата, данные были пересмотрены в сторону снижения
Источник: ФСГС

Источник: ФСТС

Статистика января оказалась разочаровывающей, поскольку подавляющая часть макропоказателей вопреки ожиданиям продемонстрировали отрицательную динамику.

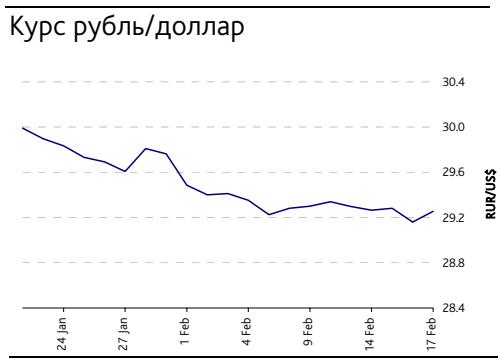
В высшей степени настораживает падение инвестиций в основной капитал. После всплеска инвестиций во 2П 2010 г., позволявшего говорить о входе в стадию инвестиционного подъема, и при сравнении с провалом на 8.3% г/г в январе 2010 г. (эффект низкой базы), в минувшем месяце впору было ожидать если не дальнейшего разгона темпов роста инвестиций, то по крайней мере их стабилизации на высоких значениях последних 5 месяцев (10-11% г/г). Зафиксированный вместо этого спад на 4.7% г/г поставил под сомнение устойчивость наметившейся положительной тенденции.

Причиной расхождения наших (+9.6% г/г) и консенсус-прогнозов (9.6-10.5% г/г) с реальностью, по всей видимости, стала недооцененность эффекта вытеснения инвестиционных возможностей компаний из-за подъема ставки по страховым взносам с 26% до 34% и связанного с этим роста налоговой нагрузки на бизнес (на RUB800 млрд. в 2011 г.). Частным инвестициям не добавляет стимулов повышение инфляционного фона, рост волатильности курса рубля, перспектива ужесточения монетарной политики с последующим удорожанием кредитных ресурсов, а потенциал расширения госинвестиций упирается в цель сокращения дефицита бюджета. Наибольшую опасность представляет ухудшение восприятия инвесторами локальных рублевых рисков, которое в случае формирования устойчивых негативных ожиданий чревато новым оттоком капитала.

Косвенным подтверждением уклонения от уплаты компаниями взросших страховых отчислений во внебюджетные фонды за счет ухода бизнеса «в тень», сокращения сотрудников и подключения серых схем выплаты зарплат, может служить январский рост безработицы (до 7.6%, 5.7 млн. чел. с 7.2%, 5.4 млн. чел. в декабре 2010 г. и в среднем 6.9%, 5.1 млн. чел. в 2005-2008 гг.), падение реальных располагаемых доходов (на 5.5% г/г после подъема на 2% г/г в декабре 2010 г.) и замедление темпов роста реальных зарплат (до +0.6% г/г против 1.3% г/г в декабре 2010 г.). Не менее важной причиной снижения доходов населения является рост инфляционных ожиданий. По данным 2010 г., опережающая динамика роста доходов населения в сравнении с динамикой заработных плат обусловлена значительным подъемом пенсий (+44% г/г), и большими продажами валюты населением, нежели фундаментальными причинами. Мы ожидаем, что с повышением пенсий (трудовых с 1 февраля на 8%, индексации ЕДВ на 6.5% с 1 апреля) и/или каких-либо соцвыплат населению ситуация с доходами в скором времени может нормализоваться.

Резкое замедление роста розничного оборота (до 0.5% г/г против 3.4% г/г в декабре 2010 г.) вряд ли можно объяснить только сезонным снижением потребительской активности в постпраздничный период, скорее, это прямое следствие сжатия платежеспособного спроса на фоне роста инфляционных ожиданий и падения доходов населения.

Факт одновременного ускорения роста производства (до 6.7% г/г против 6.3% г/г в декабре) при стагнирующем обороте розничной торговли и падении инвестиций может служить признаком ошибочно оптимистичных ожиданий производителей с последующим наращиванием запасов. Насколько рост промпроизводства способен трансформироваться в увеличение потребления, а не в накопление запасов, можно будет судить лишь по прошествии нескольких





месяцев.

Такие опережающие индикаторы, как ускорение производства стройматериалов и увеличение выпуска и импорта машин и оборудования, говорят в пользу усиления инвестиционного спроса в среднесрочной перспективе. В связи с этим мы сохраняем наш умеренно оптимистичный прогноз по росту инвестиций в 2011 г. на 7%, промпроизводства на 4.7%, а экономики в целом – на 3.8%.

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



ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

МЕТАЛЛУРГИЯ

Русская медная компания (NR): новый собственник как повод обратить внимание на облигации компании

Вчера стало известно о том, что российский предприниматель Руслан Байсаров приобрел 20%-ный пакет акций Русской медной компании (PMK) – третьего по объемам в России производителя меди. Неофициальные источники сообщают об оценке пакета в USD500 млн. По данным Ведомостей и Коммерсната, до этого основатель компании Игорь Алтушкин был бенефициаром 100% акций. Вчера также появилась информация о возврате PMK к идее IPO, правда информация источников на этот счет пока противоречивая. Непонятно также, будут ли в таком случае размещаться новые акции или доля нынешних владельцев.

КОММЕНТАРИЙ

Мы считаем, что сама новость носит, скорее, нейтральный характер для кредитного качества компании. Напомним, что у PMK не было конкретных планов по выходу на IPO в ближайшем будущем, видимо, из-за отрицательных примеров других российских металлургических компаний. Впрочем, с учетом цен на медь, бывших в последнее время рекорды, размещение возможно при более позитивной конъюнктуре на фондовых площадках. На наш взгляд, возможное IPO, скорее, опцион для держателей облигаций.

Тем не менее мы бы хотели выделить облигации **PMK-3** в качестве интересной торговой идеи. Для этого есть несколько причин. Во-первых, кредитное качество компании, на наш взгляд, в текущих условиях стабильно. Во-вторых, если взглянуть на диаграмму доходностей других выпусков металлургического сектора, можно обнаружить, что **PMK-3** – самый доходный инструмент с существенной премией к кривой эмитентов второго и крепкого третьего эшелонов (Евраз, Мечел, ТМК). Ликвидность выпуска также довольно высокая для эмитента третьего эшелона, что может дать возможность воспользоваться идеей.

Более подробно кредитное качество PMK мы описывали в нашем комментарии к размещению от 27.12.2010. Из основных факторов, поддерживающих кредитоспособность компании, мы выделяем следующие: бывшие исторические рекорды цены на нефть, низкие запланированные объемы капитальных вложений, поддержка госбанков в рефинансировании, доказанная в кризис. Подчеркнем также, что чувствительность рентабельности PMK к колебаниям цен на медь довольно низка.

На наш взгляд, эти стороны перекрывают фундаментальные риски, такие как традиционно низкий уровень ликвидности и генерируемые денежные потоки. Сокращать умеренно высокую долговую нагрузку («Долг/ЕБИТДА» 3.5x на конец 1П 2010) PMK удастся, по-видимому, лишь за счет роста операционных показателей, нежели из-за сокращения объемов долга.

Как мы отмечали при размещении, справедливый спред к кривой Мечела мы видим на уровне 150 бп при наблюдаемом сейчас на рынке 200 бп. В связи с этим мы считаем, что инвесторам стоит обратить внимание на недооцененный выпуск. Добавим, что в случае, если цены на медь продолжат оставаться на высоком уровне довольно долгое время, этот выпуск может быть привлекательным и до спреда в 100 бп.

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

ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА

Fitch позитивно смотрит на перспективы электроэнергетического сектора в России, но не ждет повышения рейтингов; нейтрально для обращающихся облигаций сектора

Вчера Fitch провело в московском офисе встречу с аналитиками и представителями компаний электроэнергетической отрасли. В ходе встречи агентство озвучило свое видение перспектив электроэнергетической отрасли России на ближайший год.

КОММЕНТАРИЙ

Во многом озвученные вчера прогнозы совпали с опубликованными в середине



января (см. наш комментарий в Навигаторе долгового рынка от 19.01.2011), однако на некоторых моментах агентство заострило свое внимание:

- Либерализация рынка электроэнергии должна позитивно сказаться на кредитном качестве генерирующих компаний, а постепенная либерализация рынка мощности должна позволить им обновлять мощности.
- Главными бенефициарами либерализации рынков электроэнергии и мощности станут игроки оптового рынка: ОГК и РусГидро, так как в структуре их выручки доля нерегулируемых статей доходов значительно выше, чем у ТГК.
- Положение ТГК остается тяжелым. Либерализация рынков лишь отчасти может помочь улучшить кредитное качество этих компаний. Так как доля продаж тепла в выручке у ТГК составляет около 50%, а тарифы на тепловую энергию по-прежнему регулируются, перспективы долгосрочных инвестпрограмм этих компаний трудно прогнозируемы.
- Опыт применения RAB для тепловых сетей пока слишком невелик для того, чтобы делать хоть какие-либо выводы о его эффективности и перспективах более широкого использования.
- Применение ДПМ и рынка мощности станет основным драйвером улучшения кредитного качества генераторов.
- Переход сетевых компаний на RAB тарифообразование увеличит их кредитное качество.

Мы в целом разделяем позитивный взгляд агентства на отрасль, однако склонны более сдержанно оценивать первые результаты и получаемые преимущества генераторов от либерализации рынка мощности. Напомним, что в некоторых зонах тарифы на мощность были установлены по верхней границе разрешенного ФСТ price cap, а это серьезно ограничивает возможности неэффективных генераторов по обновлению основных фондов. Введение ДПМ, безусловно, важный шаг для наращивания мощностей ОГК и ТГК, однако на данный момент открытым остается вопрос обновления мощностей, ведь прозрачный механизм возврата инвестиций в их обновление пока отсутствует.

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

Правительство может в «ручном режиме» понизить тарифы энергетических компаний; негативно для инвестиционной привлекательности компаний отрасли

Как пишут сегодняшние СМИ, в правительстве РФ обсуждается вопрос о снижении тарифов энергетических компаний для удержания роста тарифов для конечных потребителей на уровне не выше 15%.

КОММЕНТАРИЙ

Для удержания роста тарифов для конечных потребителей в диапазоне до 15% в год было предложено сократить совокупную валовую выручку компаний отрасли на RUB64 млрд. Коррекция тарифов может затронуть как генерирующие, так и МРСК Холдинг и ФСК.

Предполагается, что на тарифах генерирующих компаний будет сэкономлено RUB34 млрд. Изменения затронут инвестиционные надбавки к тарифам за мощность для государственных РусГидро (на RUB4 млрд.) и Росэнергоатома (на RUB11 млрд.), а также тарифы вынужденных генераторов (экономия RUB7 млрд.). Наряду с этим было предложено отказаться от индексации тарифов на размер инфляции, что позволит сэкономить около RUB12 млрд. На наш взгляд, генерирующие компании не должны серьезно пострадать от предлагаемых изменений, ведь потери в выручке они в полной мере смогут компенсировать за счет роста цен на свободном рынке электроэнергии.

Более негативное влияние окажут нововведения на электросетевые компании. По плану, на тарифах распределительных компаний будет сэкономлено RUB25 млрд. за счет внесения корректировки в инвестиционную программу. Инвестиции ФСК сохранят на прежнем уровне, однако экономию в RUB5 млрд. получат за счет применения сглаживания и переноса части выручки на более поздние сроки. Полностью регулируемые сетевые компании никак не смогут компенсировать потери в выручке. Как следствие, им придется либо сократить инвестиционную программу и пересмотреть долгосрочные тарифы, исходя из новых цифр, либо



существенно увеличить объем заимствований.

Решение Правительства стало для рынков полной неожиданностью, ведь тарифы на ближайшие годы для сетей были уже утверждены ФСТ. И хотя в абсолютных величинах размер экономии выглядит не слишком существенным как для генерирующих, так и для сетевых компаний, сам факт того, что даже долгосрочные тарифы могут быть изменены по решению Правительства, оказывает негативное влияние на инвестиционную привлекательность сектора. Основной идеей долгосрочных тарифов сетевых компаний являлась именно хорошая предсказуемость их денежных потоков и, как следствие, гарантия возврата инвестиций. В случае принятия решения о коррекции тарифов, говорить о предсказуемости операционных показателей компаний практически не приходится.

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



Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон, %	Лет до погашения/оферта	УТМ / УТР, %
Камаз-260	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-160	2500	8.5	3 / 1	NA / 8.67
ЕвразБанкРазвит-4	5000	7.7	7 / 3	NA / 7.85
Алеф-Банк-1	1000	11	3 / 1	NA / 11.45
КредитЕвропа-6	4000	8.3	3 / 1	NA / 8.47
РейлТрансАвто-2	1500	11.75	5	11.49

Налоговые выплаты

Дата	Налог
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
21 фев 11	Оборонпром-1	21091	TBD	9
21 фев 11	Уралкалий-160	50000	TBD	3
22 фев 11	Мечел-15	5000	TBD	10 / 3
22 фев 11	Мечел-16	5000	TBD	10 / 3
22 фев 11	ТКС Банк-360	1500	TBD	3
22 фев 11	МосковКредБанк-160	3000	TBD	3 / 2

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/Погашение
18 Фев 11	ГлобЭкс-160	5,000	9.25	8.3	16 Фев 13
24 Фев 11	Белон-2	2,000	17	17	20 May 11
24 Фев 11	ПетроКоммерц Банк-7	3,000	14.9	7	22 Aug 12
24 Фев 11	Синергия-3	2,500	10	8	18 Aug 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	7.5	21 Фев 12
1 Мар 11	Макромир Финанс-1	1,000	7.75		
3 Мар 11	Рыбинсккабель	1,000	0.01		
7 Мар 11	МБРР-4	5,000	9.4		
7 Мар 11	ТатФондБанк-6	2,000	11.2	8.75	
10 Мар 11	ТехноНИКОЛЬ-2	3,000	7		
11 Мар 11	ВолгаТелеком-4	3,000	12	6.65	3 Sep 13
15 Мар 11	Восточный Экспресс-160	1,000	12.5		
16 Мар 11	ДГК	5,000	10.5		
18 Мар 11	Нижне-Ленское-3	1,000	14	14	19 Jul 11

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	ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ	
Леонид Игнатьев	Дмитрий Игумнов	+7 (495) 647-25-98
Департамент макроэкономики и стратегии	Торговые операции	
Роман Дзугаев	Андрей Труфакин	+7 (495) 789-60-58
Мария Помельникова	Кирилл Коваленко	+7 (495) 647-25-97
Алексей Тодоров		
Департамент кредитного анализа	Клиентские продажи	
Сергей Гончаров	Александр Хлопецкий	+7 (495) 647-28-39
Юлия Сафарбакова	Олеся Курбатова	+7 (495) 647-25-90
Дмитрий Турмышев	Артем Петросян	+7 (495) 647-25-67
	Яна Шнайдер	+7 (495) 647-25-74
Выпускающая группа	sales@trust.ru	
Татьяна Андриевская		
Николай Порохов		
research.debtmarkets@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 оговоренные или подразумеваемые гарантии 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) «Банко» в результате использования разных оценок и критерии, 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 долей капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнить либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценных бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценных бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценных 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, претворяющие 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 прямого 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 контрагентом 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 USA о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритания, и распространяется контрагентом 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, выраженным в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.