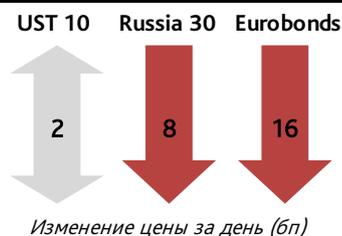


## Навигатор долгового рынка

### Глобальные рынки и еврооблигации

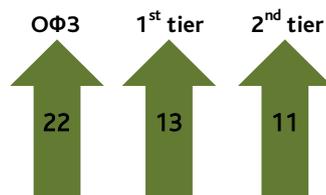
- Минфин США обсуждает чрезвычайные меры на случай, если Конгресс не одобрит повышение порога госдолга до 2 августа; рынки такого развития событий по-прежнему не ждут
- Европа может приостановить использование рейтингов Греции, Ирландии и Португалии; столь радикальная мера представляется маловероятной
- Долговой рынок Европы отреагировал ростом доходностей на понижение рейтинга Португалии; видим угрозу со стороны эффекта «заражения»
- Итоги торгов по еврооблигациям: негатив из еврозоны и отвалившаяся нефть увеличили рынок в отрицательную зону
- Российский долговой рынок: вернувшаяся положительная динамика по нефти подтолкнет котировки вверх; инвесторы будут осторожничать
- ЦБ Китая повысил ставки на 25 бп, в пятый раз с октября 2010 г.; возможна пауза на фоне заявлений властей о подконтрольности инфляции
- Северсталь 8-11 июля проведет road show евробондов; размещение будет успешным при спокойном внешнем фоне



Изменение цены за день (бп)

### Рублевые облигации и денежный рынок

- На рынке рублевого долга по итогам дня заметный рост цен; спрос на длину поддержало очень удачное доразмещение ОФЗ 26204
- ММК размещает очередную бумагу по рынку
- Объем ликвидности в системе до наступления периода уплаты налогов существенно не меняется; в ставках money market спокойствие

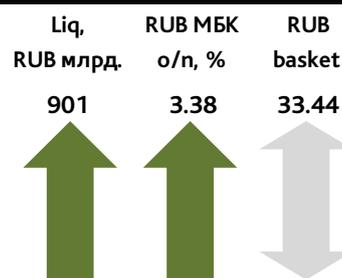


Изменение цены за день (бп)

### Кредитные комментарии

- Металлоинвест в своей отчетности по МСФО за 2008-2010 и 1К 2011 продемонстрировал как значительные плюсы, так и очевидные минусы кредитного качества; в целом относим компанию ко второму эшелону; ждем ориентиров по новому евробонду
- КЭС-Холдинг планирует объединить электроэнергетические активы с Газпром энергохолдингом; в случае объединения, на российском рынке появится крупнейшая квази-государственная генерирующая компания
- РЖД: ожидаем обильное предложение публичного долга в дальнейшем и сдвига кривой выпусков эмитента вверх; однако вряд ли кредитное качество существенно ухудшится в силу поддержки государства
- Минэкономразвития предлагает новый план повышения цен естественных монополий; более мягкий план и снижение неопределенности в секторе позитивны для генерирующих и сетевых компаний
- Рейтинг ВТБ на уровне «BBB» от S&P оставлен на пересмотре с возможным понижением; дальнейшее решение последует по мере прояснения ситуации с качеством активов Банка Москвы

### Индикаторы FX/MM



Значения на конец дня

### Последние обзоры

- 23 июня Банковская система в мае: между качеством и количеством
- 14 июня Украинские еврооблигации: в плену страновых рейтингов
- 10 июня Стратегия долговых рынков - июнь 2011 г.
- 8 июня Розничные банки: кризисные риски ушли, а премии остались
- 2 июня Банковская система в апреле: розница как катализатор роста

### Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

research.debtmarkets@trust.ru

## Глобальные рынки и еврооблигации

### Статистика и события

15.00 МСК	Решение по ставке Банка Англии
15.45 МСК	Решение по ставке ЕЦБ
16.15 МСК	Безработица в частном секторе в США за июнь по версии ADP
16.30 МСК	Первичные заявки на пособие по безработице в США за неделю к 1 июля
19.00 МСК	Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в США за неделю к 1 июля
20.30 МСК	Выступление главы ФРБ Канзас-Сити Т. Хёнига

### Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▲	183	+3
UST10	◄►	3.12	-0.02
Russia 30 - UST 10	▲	129	+3
EUR/USD	▼	1.4316	-0.7%
Oil (Brent)	▲	114.2	+0.4%
VIX	▲	16.34	+0.28

### Минфин США обсуждает чрезвычайные меры на случай, если Конгресс не одобрит повышение порога госдолга до 2 августа; рынки такого развития событий по-прежнему не ждут

Сегодня около 6.00 МСК Reuters сообщило о факте наличия рабочей группы в Минфине США, обсуждающей план действий на случай, если Конгресс США не одобрит повышения законодательно устанавливаемого лимита госдолга. Отметим, что никаких необычных движений на рынке UST и в прочих активах с обнародованием данной новости не было. Участники рынков не рассматривают какие-либо иные сценарии, кроме как повышение планки госдолга до 2 августа.

Как пишет Reuters, рабочая группа Минфина рассматривала три сценария чрезвычайных действий:

- задержка выплат по обслуживанию госдолга;
- ранжирование платежей по госдолгу в порядке некоторой очередности кредиторов;
- и как наиболее конструктивный – продолжение осуществление заимствований сверх существующего законодательно установленного уровня лимита, игнорируя Конгресс.

Собственно, возможность последнего варианта определяется существованием 14-й поправки к Конституции США, гласящей в буквальном смысле, что кредитоспособность США не должна вызывать сомнений. Соответственно, 14-я поправка вполне может быть использована как оружие против несговорчивости Конгресса. С другой стороны, некоторые официальные лица в Белом доме указывают на то, что рассматриваемый инструмент не гарантирует США защиту от риска неисполнения обязательств по собственному госдолгу.

Нынешняя администрация запрашивает у Конгресса повышения порога госдолга более чем на USD2 трлн. с текущих USD14.294 трлн. Камнем же преткновения является вопрос масштабов сокращения госрасходов в предстоящие годы между двумя партиями. Республиканская партия, чья президентская администрация 2001-2009 гг. заставила страну забыть о профицитном бюджете и сбалансированности госфинансов, теперь пытается говорить о необходимости сокращения государственных трат и вынудить президента-демократа срезать расходы за счет программ медицинского обеспечения Medicare & Medicaid, и таким образом, обречь демократическую партию на непопулярность на многие годы вперед. Мы по-прежнему верим в торжество здравого смысла и сговорчивость Конгресса в повышении планки госдолга до 2 августа.

### Европа может приостановить использование рейтингов Греции, Ирландии и Португалии; столь радикальная мера представляется маловероятной

Понижение Moody's рейтинга Португалии до неинвестиционного уровня вызвало в среду настоящий шквал критики в сторону рейтинговых агентств со стороны еврочиновников. Выстраивая критику в «иерархическом» порядке, свои замечания агентствам представили: глава Еврокомиссии, еврокомиссар по вопросам финансового регулирования в ЕС и министр финансов Германии. Общий посыл – олигополия «большой тройки» должна быть ограничена, а Европе следует проработать вопрос о создании «своего» агентства. Самое же радикальное предложение прозвучало из уст еврокомиссара: Евросоюз может рассмотреть вопрос о приостановлении действия рейтингов для стран, получающих финансовую помощь от блока (т.е. для Греции, Ирландии и Португалии).

О том, что в Европе все чаще звучат недовольства текущим положением дел в части суверенных рейтингов, мы уже упоминали (см. Навигатор долгового рынка от 28 июня). В свете последних заявлений, хотелось бы особо отметить, что именно с сегодняшнего дня единственным в ЕС органом, отвечающим за выдачу рейтинговым агентствам лицензий на деятельность в регионе, станет Европейский орган по надзору за рынком ценных бумаг (ESMA).

Помимо заявлений о возможном «изгнании» рейтинговых агентств из группы PIC, прелюбопытными нам также показались слова главы ЕК, отметившего, что европейские законодатели рассмотрят вопрос «гражданской ответственности» рейтинговых агентств за ошибочные суждения о кредитоспособности отдельных стран ЕС. Безусловно, мы не считаем возможным увидеть представителей «большой тройки» на скамье подсудимых за выставление «неправильных» рейтингов. Маловероятным кажется нам также отказ от использования рейтингов S&P, Moody's и Fitch, учитывая их значимость для рынков и очевидно малое доверие к потенциальному «внутреннему» рейтинговому агентству ЕС. Однако учитывая воинственную риторику со стороны Европы, заметно участвующую в последнее время, легкой жизни для «большой тройки» в странах Союза мы тоже не ждем.

### **Долговой рынок Европы отреагировал ростом доходностей на понижение рейтинга Португалии; видим угрозу со стороны эффекта «заражения»**

На решение Moody's снизить рейтинг Португалии долговой рынок европейской «периферии» отреагировал с небольшим лагом из-за появления новости лишь поздно вечером во вторник. Доходность 10-летних госбумаг Лиссабона, еще во вторник составлявшая 11.20%, в четверг с утра уже находится выше этого значения на 200 бп – на уровне 13.20%. Разочаровывающими оказались и итоги прошедшего накануне аукциона по 3-месячным гособлигациям Португалии: в сравнении с предыдущим размещением ставка выросла, а спрос снизился.

В то же время, 10-летние бумаги Греции показали накануне относительно неплохую резистентность, поднявшись в доходности лишь на 20 бп – видимо, инвесторы действовали по принципу «Афинам хуже уже не будет». Между тем прискорбными выглядят итоги последних двух сессий для госбумаг Ирландии: рост доходности 10-леток составил почти 90 бп (показатель достиг исторического максимума, перевалив за 12.50%). Это еще один аргумент в пользу нашей точки зрения, что одна из основных угроз долгового кризиса в еврозоне – угроза «моральная» – практически автоматическое и мгновенное распространение негатива из одного очага на все проблемные страны.

### **Итоги торгов по еврооблигациям: негатив из еврозоны и отвалившаяся нефть увеличили рынок в отрицательную зону**

Снижение рейтинга Португалии и дешевеющая нефть, под давлением повышения ставок в Китае, сделали свое дело: инвесторы предпочли частично избавиться от рискованных активов, в том числе, и от российских корпоративных и суверенных облигаций.

Активность в нефтегазовом секторе была невысокой. Снижение котировок было отмечено нами по длинным евробондам Газпрома (в пределах 20-30 бп), а также на дальнем конце кривой ТНК-ВР (-10-15 бп). Во втором эшелоне наиболее активные продажи шли в долгосрочных бумагах Вымпелкома (-10-20 бп) и Евраза (-10-30 бп). В банковском секторе хуже остальных чувствовали себя длинные выпуски ВТБ и Банка Москвы, подешевевшие в пределах 50 бп.

Суверенные бумаги не избежали общего негативного настроения. Индикативный евробонд **Russia 30** по итогам дня снизился в цене на 10 бп до 117.87% от номинала. Под давлением был и рублевый суверенный выпуск **Russia 18R**, он подешевел на 15 бп. Спред **Russia 30–UST10** расширился незначительно: на 4 бп и составил 129 бп.

**Российский долговой рынок: вернувшаяся положительная динамика по нефти подтолкнет котировки вверх; инвесторы будут осторожничать**

Российский долговой рынок в четверг может начать торги в небольшом плюсе за счет устранения части негативных факторов, довлевших над ним днем ранее. Так, стоимость нефти с момента закрытия в среду основных торгов в России выросла почти на USD1, баррель Brent торгуется вблизи отметки USD114. Поддержку рынку черного золота оказывают ожидания значительного снижения запасов сырья в США за предыдущую неделю. Азиатские фондовые индексы движутся разнонаправлено, а фьючерс на американский S&P 500 уверенно держится в плюсе (+0.5%).

Между тем, по нашим ожиданиям инвесторы в четверг будут крайне осторожны – в Европе сегодня будет решаться вопрос о ставке ЕЦБ, а в США выйдут данные по занятости в частном секторе, являющиеся предвестником масштабного ежемесячного отчета Минтруда США, публикация которого намечена на пятницу.

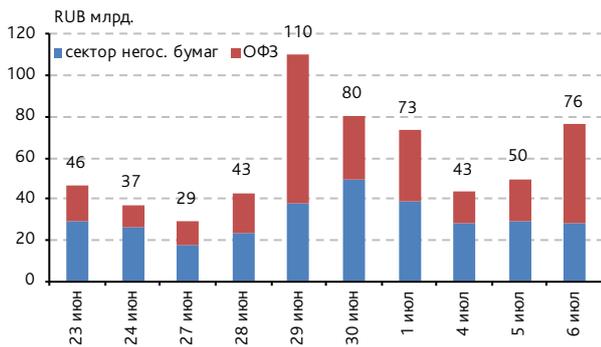
**Алексей Тодоров**  
+7 495 647-23-62  
[aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)

**Роман Дзугаев**  
+7 495 647-23-64  
[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)



**Внутренний рынок и рублевые облигации**

**Обороты торгов**



суммарно в основном режиме торгов и РПС

**Дюрация торгов**

от 0 до 1 года	6.5%
от 1 до 1.5 лет	7.3%
от 1.5 до 2 лет	4.4%
от 2 до 3 лет	11.8%
от 3 до 5 лет	22.9%
> 5 лет	47.1%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

**Доходности**

короткие ОФЗ	↔	5.31%
средние ОФЗ	▼	7.48%
длинные ОФЗ	↔	8.08%
корпоративные	▼	7.81%
1-й эшелон	↔	6.52%
2-й эшелон	↔	6.94%

по соответствующим ценовым индексам TRI (Trust Ruble Index)

**На рынке рублевого долга по итогам дня заметный рост цен; спрос на длину поддержало очень удачное доразмещение ОФЗ 26204**

Покупки на рублевом рынке обозначились вчера еще до аукциона **ОФЗ 26204**. Вопреки нашим ожиданиям, Минфин продал вчера практически весь объем предложения (RUB29.9 млрд.) с переспросом 2.01x. При целевом ориентире доходности 7.75-7.80% заявки на вчерашнем аукционе отсекались по 7.79%, а размещение проходило по 7.78%. По итогам дня цена выпуска выросла на 22 бп в терминах средневзвешенной цены.

При столь удачном аукционе в сегменте госбумаг покупки пошли вдоль всей кривой, при этом ликвидный рынок наблюдался даже в самых длинных выпусках (так, объем сделок по 10-летнему **ОФЗ 26205** составил RUB795 млн. при их числе в 20 совокупно, в основном и переговорном режиме торгов). Цены ликвидных ОФЗ прибавили по итогам дня 10-40 бп.

В отдельных корпоративных выпусках также отмечались сильные покупки. В первом эшелоне к таковым относились **РусГидро-1** (+21 бп по средневзвешенной цене) и **РусГидро-2** (+13 бп). Во втором эшелоне заметно покупались выпуски Сибметинвеста – **Сибметинвест-1** (+35 бп), **Сибметинвест-2** (+14 бп).

**ММК (Ва3/NR/BB+) размещает очередную бумагу по рынку**

Вчера ММК открыл книгу на новый выпуск **ММК БО-6**. Ставка по 3-летней бумаге объемом RUB5 млрд. будет определена на конкурсе 14 июля. Организаторы ориентируют на диапазон ставки купона 7.45-7.65% (YTM 7.6-7.8%). Исходя из текущей рыночной кривой выпусков ММК, ориентиры выглядят справедливо. Нижняя граница и вовсе не предполагает премии. Скорее всего, по доходности 7.6% будет найден адекватный спрос и по ней же пройдет размещение.

Отметим такой момент: в последнее время ММК стал довольно частым эмитентом на рублевом рынке. Это вполне логично, ведь по сути компания получает довольно выгодную ставку – премия к кривой ОФЗ составляет лишь около 100 бп. Риск существенного навеса предложения от эмитента фактически игнорируется инвесторами внутреннего рынка в силу чересчур узких спредов и отсутствия альтернативных бумаг сравнимого риска. Тем не менее мы подчеркиваем, что основной причиной частого размещения бондов, в первую очередь, является хронически отрицательный свободный денежный поток ММК. Пока это не подстегнуло леверидж компании резко вверх, однако в будущем это возможно.

**Роман Дзугаев**  
+7 495 647-23-64  
[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)

**Сергей Гончаров**  
+7 495 786-23-48  
[sergey.goncharov@trust.ru](mailto:sergey.goncharov@trust.ru)



НКНХ	Ва3/NR/B
<i>МСФО, 2010 г.</i>	
Выручка, RUB млрд.	96.5
EBITDA margin	16.7%
Долг/EBITDA	0.9

## Денежный рынок

### События денежного рынка

7 июл	Депозитный аукцион ЦБ на 1 месяц
7 июл	Аукцион ОБР-19 на RUB10 млрд. (расчеты на след. день)
13 июл	Аукцион ОФЗ 26205 на RUB30 млрд. (расчеты в день аукциона)
14 июл	Аукцион ОБР-20 на RUB500 млрд. (расчеты на след. день)
15 июл	Уплата страховых взносов во внебюджетные фонды (до RUB250 млрд.)
20 июл	Аукцион ОФЗ 25079 на RUB25 млрд. (расчеты в день аукциона)

### RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	3.50/4.00	3.40	3.75	3.30/3.60
2-й круг	3.75/4.25	3.50	4.00	3.50/3.75

### Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
3.65-3.85	3.50-3.75	3.25-3.50

### Объем ликвидности в системе до наступления периода уплаты налогов существенно не меняется; в ставках money market спокойствие

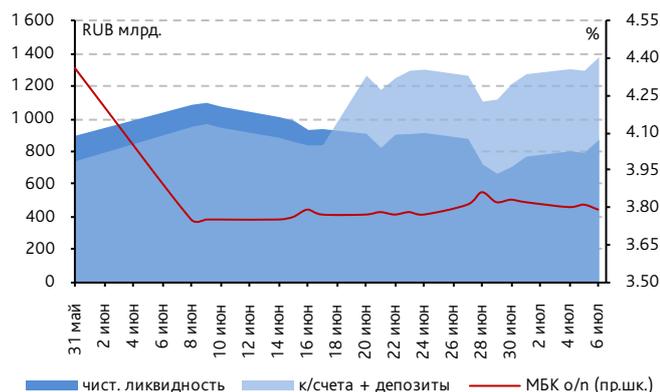
В среду ситуация с ликвидностью продолжила улучшаться – объем чистой ликвидной позиции увеличился на RUB26.1 млрд. до RUB901.9 млрд. Увеличение прошло за счет существенного роста депозитов в ЦБ (+RUB142.4 млрд. до RUB818.8 млрд.) при сокращении корсчетов на RUB116.3 млрд. до RUB583.1 млрд.

В ставках money market заметных изменений, ввиду отдаленности начала периода уплаты налогов изменений, с начала недели практически нет. Однодневный МБК для банков первого круга вчера на конец дня составлял 3.25-3.50% против 2.75-3.25% во вторник. Фондирование через междилерское РЕПО овернайт осталось на уровне предыдущих дней: под залог ОФЗ оно стоило 4.11% (средневзвешенная ставка за день), под залог 1-го эшелона – 3.92%.

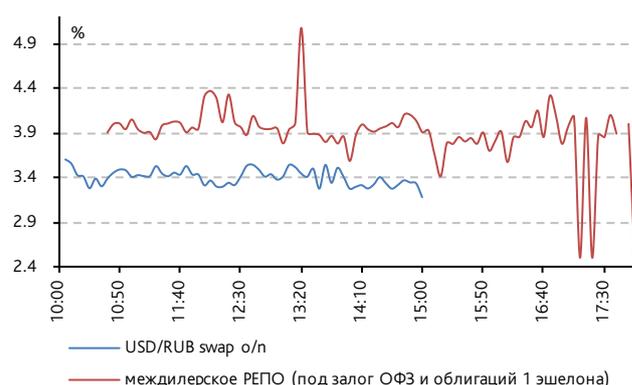


**Роман Дзугаев**  
 +7 495 647-23-64  
[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)

### Ликвидность



### Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



 Кредитные комментарии

**Металлоинвест в своей отчетности по МСФО за 2008-2010 и 1К 2011 продемонстрировал как значительные плюсы, так и очевидные минусы кредитного качества; в целом относим компанию ко второму эшелону; ждем ориентиров по новому евробонду**

## КОММЕНТАРИЙ

В преддверии размещения евробондов Металлоинвест обнародовал свою отчетность по международным стандартам за последние три года, а также за 1К 2011. Ранее холдинг публиковал отчеты по МСФО время от времени, однако, нынешний дебют на публичном рынке, скорее всего, означает, что компания планирует «раскрываться» перед инвесторами на постоянной основе. Приведенные результаты демонстрируют как ряд преимуществ Металлоинвеста по сравнению с конкурентами, так и объективные недостатки, ограничивающие его кредитное качество. В целом мы считаем компанию представителем второго эшелона с перспективами улучшения, если политика на понижение долговой нагрузки продолжится.

Анализируя отчетность по МСФО эмитента, мы выделили следующие основные моменты:

- **Зависимость от глобальных рынков.** Металлоинвест, который включает в себя два основных направления – железорудный (более  $\frac{3}{4}$  EBITDA) и стальной (около половины выручки), в кризис был меньше подвержен колебаниям в мировой экономике. В частности, компания, в отличие от почти всех крупных отечественных холдингов, оставалась высокомаржинальным производителем (с рентабельностью по EBITDA не ниже 18%, даже в 2009 г.). И денежные потоки Металлоинвеста ни разу не уходили в минус: о таком уж точно не мог мечтать ни один металлург в России.

Мы связываем такую ситуацию с исторической структурой мирового рынка железной руды. Напомним, до начала 2010 г. цены на нее определялись по сути тремя основными игроками, которые заключали годовые контракты с потребителями. Соответственно, почти все конкуренты ориентировались на них, а цены оставались относительно неволатильными.

Здесь же таится и основная угроза для Металлоинвеста. С посткризисным переходом на более рыночное ценообразование на руду/окатыши риски типичного производителя ресурсов станут существенными для компании. Сейчас ее рентабельность рекордно высокая для металлургического сектора. Однако падение рынков может быть наиболее критично именно для Металлоинвеста.

- **Сдержанность долговой политики.** В 2009 г. левэридж Металлоинвеста взлетел до 6.0x в терминах «Долг/EBITDA». Из конкурентов только у Евраза был такой же, а у ТМК и Мечела – выше. Тем не менее довольно быстрое восстановление позволило снизить долговую нагрузку в дальнейшем, и сейчас данный показатель составляет неопасные 2.5x.

Мы считаем, что в будущем Металлоинвест будет придерживаться сдержанной политики в отношении заимствований. Во-первых, с конца 2008 г. компания уже погасила треть совокупного объема долга и продолжает эту практику. Во-вторых, есть и формальное ограничение, прописанное в условиях синдицированного кредита, ограничивающее «Долг/EBITDA» 3.5x.

- **Крупные сделки.** Нас смущает вовлеченность Металлоинвеста в конфликт вокруг Норникеля. Напомним, что уже почти три года длится выяснение отношений двух крупнейших держателей блокпакетов в ГМК – Русала и Интерросса. Исходя из последних сообщений в прессе, холдинг А. Усманова принял сторону Русала и не так давно приобрел 4% акций Норникеля, израсходовав на это значительную часть средств нового синдицированного кредита на USD3.1 млрд. В дальнейшем, планируется также наращивать долю в ГМК, хотя средства от евробондов на это направляться не должны. Мы, вслед за рейтинговыми агентствами, будем следить за развитием конфликта и, особенно, за поведением Металлоинвеста.

Металлоинвест	Ва3/NR/BB-
<i>МСФО, 1К 2011</i>	
Выручка, RUB млрд.	71
EBITDA margin	42%
Долг/EBITDA	2.5

Кроме того, на повестке дня (а точнее нескольких предстоящих лет) стоит разработка одного из крупнейших мировых месторождений меди – Удоканского. Пока сохраняется неопределенность относительно того, будет ли оно разрабатываться в рамках Металлоинвеста или будет выведено г-ном Усмановым за рамки этого бизнеса. Тем не менее мы сохраняем настороженность относительно дальнейших возможных увеличений инвестиций, связанных с Удоканом. Пока было потрачено лишь RUB10 млрд. на лицензию.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ МЕТАЛЛОИНВЕСТА

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	1K 10	2010	1K 11
Выручка	230	150	44	220	71
ЕБИТДА	90	28	10	76	30
Чистая прибыль	8	14	5	36	19
Чистый операционный денежный поток	59	19	6	48	19
Капвложения и М&А	45	20	2	14	5
Свободный денежный поток	34	10	4	35	14
Совокупный долг, в т.ч.	178	164		126	119
краткосрочный долг	147	63		41	45
Денежные средства и эквиваленты	5	12		5	11
Активы	271	258		250	262
<b>Показатели</b>					
ЕБИТДА margin	39%	18%	23%	34%	42%
ЕБИТДА/проценты (x)	8	2	3	6	12
Долг/ЕБИТДА (x)	2.0	6.0		1.7	2.5
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	1.9	5.5		1.6	2.3
Долг/Собственный капитал (x)	5.3	3.4		1.6	1.2

Источник: данные компании, НБ «Траст»



**Сергей Гончаров**  
 +7 495 786-23-48  
[sergey.goncharov@trust.ru](mailto:sergey.goncharov@trust.ru)

**КЭС-Холдинг планирует объединить электроэнергетические активы с Газпром энергохолдингом; в случае объединения, на российском рынке появится крупнейшая квази-государственная генерирующая компания**

Вчера Интерфакс сообщил, что Ренова, основной акционер КЭС-Холдинга, и Газпром ведут переговоры об объединении электроэнергетических активов на базе Газпром энергохолдинга. Меморандум о взаимопонимании, вероятно, будет подписан до конца текущей недели.

**КОММЕНТАРИЙ**

Подписание меморандума о взаимопонимании еще не означает однозначного объединения компаний; в ближайшие месяцы будут проводиться консультации и проработка возможных путей объединения. На данном этапе озвучивается только один из множества возможных сценариев, а именно передача Реновой всех генерирующих активов КЭС-Холдинга Газпром Энергохолдингу за 25%+1 акция объединенной компании.

В случае принятия окончательного решения о слиянии, компаниям предстоит пройти длинный путь. Во-первых, КЭС-Холдингу необходимо будет завершить консолидацию собственных активов на базе ТГК-9; во-вторых, закончить оценку всех имеющихся активов КЭС и Газпром энергохолдинга для определения доли Реновы в объединенной компании; в-третьих, получить разрешение ФАС на столь крупную сделку. Если в периметр сделки войдут все нынешние электроэнергетические активы компаний, на российском рынке будет создан крупнейший «квази-государственный» генератор электрической и тепловой энергии с совокупными установленными мощностями около 52 ГВт по электрической и 117 Гкал/час по тепловой энергии. Причем в европейской части России и на Урале доминирование объединенной компании будет очевидным.

ТАБЛИЦА. ГЕНЕРИРУЮЩИЕ МОЩНОСТИ ГАЗПРОМ ЭНЕРГОХОЛДИНГА И КЭС-ХОЛДИНГА

Контролирующий акционер	Компания	Установленная мощность		Выручка в 2010 г. RUB млрд.	EBITDA margin в 2010 г.
		Электрическая, ГВт	Тепловая энергия, Гкал/час		
Газпром	ОГК-2	8.7	–	47.9	10.2%
	ОГК-6	9.2	–	48.6	11.2%
	ТГК-1	6.3	14.4	54.1	23.3%
	Мосэнерго	11.9	34.9	145.3	13.8%
КЭС-Холдинг	ТГК-5	2.4	9.0	22.6	8.3%
	ТГК-6	3.1	10.7	21.7	10.9%
	ТГК-7	6.9	31.0	55.8	12.2%
	ТГК-9	3.3	17.0	46.1	9.3%
<b>Итого</b>		<b>51.8</b>	<b>116.9</b>	<b>442.1</b>	

Источник: данные компаний, НБ «Траст»

После завершения сделки, на рынке формально будет создана государственная олигополия, включающая объединенный Газпром энергохолдинг (52 ГВт), Интер РАО (около 23 ГВт), Росэнергоатом (24 ГВт) и РусГидро (26 Гвт). На эти компании будет приходиться более 50% всей установленной электрической мощности в России.

Для держателей публичного долга КЭС-Холдинга данную новость уже сейчас можно считать позитивной. Долговые бумаги ТГК-5, ТГК-6 и ТГК-9 торгуются с существенными спредами к бумагам компаний Газпром Энергохолдинга, составляющими более 150 бп. Мы не ожидаем быстрой реакции в рублевых инструментах компаний КЭС-Холдинга, однако, на наш взгляд, сужение их спредов к кривой Газпрома на 50-60 бп в среднесрочной перспективе при положительном развитии событий вполне оправдано.



**Дмитрий Турмышев**  
+7 495 647-28-89  
[dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)

**РЖД: ожидаем обильное предложение публичного долга в дальнейшем и сдвига кривой выпусков эмитента вверх; однако вряд ли кредитное качество существенно ухудшится в силу поддержки государства**

В последние несколько дней СМИ активно обсуждают подготовку России к Чемпионату мира по футболу 2018 и, в частности, планируемое масштабное расширение железнодорожной инфраструктуры. Концепция развития, которая по данным Ведомостей была одобрена РЖД в июне и была отправлена в Минтранс, содержит в себе цифру необходимых вложений: RUB2.10-3.35 трлн. до 2018 года. Из них RUB2.5 трлн. необходимы на организацию высокоскоростного движения поездов.

Инвестиции планируется поровну поделить между государством и «инвестором» (цитата). При этом приводимая схема такова – финансирование, строительство и эксплуатацию дороги осуществляет отобранный на тендере консорциум. Затем государство в течение 30 лет возвращает 50% всех затрат, остальные же средства должны быть заработаны за счет денежных потоков самого проекта.

**КОММЕНТАРИЙ**

Безусловно, основные траты лягут на госмонополию в железнодорожном секторе – РЖД – а потому новость для нее скорее негативная в среднесрочном плане. Конечно, надо помнить, что цифры, которые кажутся астрономическими даже для крупнейших российских компаний, будут растянуты на 7 лет и, возможно, будут частично переложены на частный бизнес. Однако нам все равно кажется очевидным, что основные источники финансирования будут привлекаться через РЖД посредством продажи «дочек» и привлечений на публичных рынках.

Через несколько лет также может появиться другой источник: средства от приватизации доли государства в самой РЖД. Напомним, что ранее озвучивались планы обменять акции в госмонополии на акции иностранных компаний (например, Deutsche Bahn), однако столь крупный проект как проведение ЧМ-2018 может потребовать и корректировки планов.

РЖД	Baa1/BBB/BBB
<i>МСФО, 1П 2010</i>	
Выручка, RUB млрд.	651
EBITDA margin	33%
Долг/EBITDA	1.0

Несмотря на обозначенный выше момент, нам кажется очевидным, что РЖД в любом случае снова активно проявит себя на публичном долговом рынке. Разместив в течение полугода RUB160 млрд. рублевых бондов на рубеже 2008-2009 гг., компания перестала размещать бумаги внутри страны. В 2010-2011 гг. стали использоваться ресурсы западных инвесторов. Мы считаем, что оба этих рынка монополии доступны едва ли не лучше прочих заемщиков: кредитное качество несмотря ни на что остается сильным, а поддержка государства, на наш взгляд, будет и в дальнейшем оставаться козырем компании. Обильное предложение долга может сдвинуть кривую РЖД вверх – сейчас ее спред к кривой ОФЗ не превосходит 25-30 бп.



**Сергей Гончаров**  
+7 495 786-23-48  
[sergey.goncharov@trust.ru](mailto:sergey.goncharov@trust.ru)

### **Минэкономразвития предлагает новый план повышения цен естественных монополий; более мягкий план и снижение неопределенности в секторе позитивны для генерирующих и сетевых компаний**

*По данным Ведомостей, Минэкономразвития внесло в Правительство новый план по повышению тарифов естественных монополий на 2012-2014 гг.*

#### КОММЕНТАРИЙ

Минэкономики предложило 2 варианта повышения тарифов: первый подразумевает привязку к инфляции (то есть в точности соответствует предложению премьер-министра), а второй предполагает превышение тарифов над инфляцией на несколько процентных пунктов.

Для электроэнергетической отрасли первостепенное значение имеют тарифы на газ для промышленных потребителей и конечные тарифы на электроэнергию. Тарифы на железнодорожные перевозки также косвенно влияют на издержки генерирующих компаний, основные мощности которых составляют угольные электростанции. На данный момент утвержденный план подразумевает рост тарифов на газ и электроэнергию в 2012 г. в размере 15% и 12-13% соответственно.

По первому, более жесткому плану, цены на газ должны вырасти всего на 5%, а на электроэнергию – на 7.5-9%. Данный сценарий сейчас и рассматривается участниками рынка как основной. Подобное развитие событий было бы негативно для всей отрасли, и в первую очередь, для сетевых компаний. Во-первых, для удержания цен могли бы быть изменены долгосрочные тарифы, во-вторых, изменены сами принципы ценообразования на рынке электроэнергии, и, наконец, в-третьих, вероятность «ручного» вмешательства в только что установившиеся рыночные механизмы резко повысилась бы. Привязка к уровню инфляции, очевидно, не сняла бы неопределенность в отрасли, а лишь только ее увеличила.

Второй вариант, предложенный Минэкономразвития, предполагает принцип «инфляция+», т.е. фактически тарифы естественных монополий хоть и будут привязаны к уровню инфляции, но будут превышать ее на несколько процентных пунктов. Этот вариант предполагает рост тарифов в 2010 г. на газ на 12.5%, и на электроэнергию на 10-11%. Таким образом, рентабельность генерирующих компаний, чьи мощности преимущественно состоят из газовых станций, рискует пострадать. Увеличение плана по росту конечных тарифов улучшит операционные показатели как генерирующих, так и сетевых компаний. Кроме того, больший диапазон роста совокупного тарифа на электроэнергию несколько снижает вероятность дальнейшего вмешательства в принципы функционирования отрасли, и, как следствие, отчасти может привести к снижению неопределенности в секторе.

Среди компаний энергетического сектора мы выделяем рублевые инструменты Якутскэнерго, которые при рейтинге эмитента на уровне «BB» предлагают премию к кривой ФСК около 90-100 бп, тогда как эмитенты с аналогичными рейтингами имеют спреда к этой кривой минимум на 40-50 бп уже. Рублевые евробонды РусГидро торгуются с доходностью, аналогичной локальным облигациям ФСК. Мы ожидаем, что до конца года хотя бы одно из рейтинговых агентств переведет рейтинг РусГидро в инвестиционную категорию, что спровоцирует активные покупки **RusHydro-15** и снижение ее доходности на 40-60 бп относительно кривой ФСК.



**Дмитрий Турмышев**  
+7 495 647-28-89  
[dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)

**Дирекция анализа долговых рынков**

[research.debtmarkets@trust.ru](mailto:research.debtmarkets@trust.ru)  
+7 (495) 789-36-09

**Дирекция финансовых рынков**

[sales@trust.ru](mailto:sales@trust.ru)  
+7 (495) 647-25-92

**Руководитель дирекции**

**Леонид Игнатьев**  
+7 (495) 647-23-60  
[leonid.ignatiev@trust.ru](mailto:leonid.ignatiev@trust.ru)

**Руководитель дирекции**

**Дмитрий Игумнов**  
+7 (495) 647-25-98  
[dmitry.igumnov@trust.ru](mailto:dmitry.igumnov@trust.ru)

**Макроэкономика и стратегия**

**Роман Дзугаев**  
+7 (495) 647-23-64  
[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)

**Мария Помельникова**  
+7 (495) 789-35-94  
[maria.pomelnikova@trust.ru](mailto:maria.pomelnikova@trust.ru)

**Алексей Тодоров**  
+7 (495) 647-23-62  
[aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)

**Торговые операции**

**Андрей Труфакин**  
+7 (495) 789-60-58  
[andrey.trufakin@trust.ru](mailto:andrey.trufakin@trust.ru)

**Кирилл Коваленко**  
+7 (495) 647-25-97  
[kirill.kovalenko@trust.ru](mailto:kirill.kovalenko@trust.ru)

**Клиентские продажи**

**Александр Хлопецкий**  
+7 (495) 647-28-39  
[aleksandr.khlopetsky@trust.ru](mailto:aleksandr.khlopetsky@trust.ru)

**Кредитный анализ**

**Сергей Гончаров**  
+7 (495) 786-23-48  
[sergey.goncharov@trust.ru](mailto:sergey.goncharov@trust.ru)

**Юлия Сафарбакова**  
+7 (495) 647-23-59  
[yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)

**Дмитрий Турмышев**  
+7 (495) 647-25-89  
[dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)

**Олеся Курбатова**  
+7 (495) 647-25-90  
[olesya.kurbatova@trust.ru](mailto:olesya.kurbatova@trust.ru)

**Артем Петросьян**  
+7 (495) 647-25-67  
[petrosyan.artem@trust.ru](mailto:petrosyan.artem@trust.ru)

**Яна Шнайдер**  
+7 (495) 647-25-74  
[yana.shnayder@trust.ru](mailto:yana.shnayder@trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. 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 понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Дирекции анализа экономики и финансовых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к 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 не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.