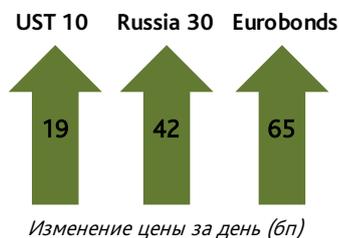


Навигатор долгового рынка

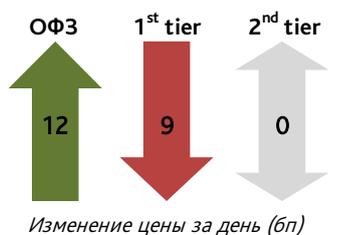
Глобальные рынки и еврооблигации

- Итоги торгов по еврооблигациям: хорошие новости с долговых рынков Европы вызвали рост котировок, но на фоне невысокой активности; решение Fitch ухудшить прогноз рейтингов Газпрома, РЖД и Русгидро рынки проигнорировали – евробонды подорожали
- Открытие торгов по еврооблигациям: сильные статданные по экономикам США и Германии поддерживают спрос на риск; баррель Brent подорожал до USD112; ждем продолжения роста котировок в среду
- Reuters: Премьер-министр Греции допускает вариант принудительного списания части госдолга частными кредиторами; считаем такой подход крайне опасным для соседей по «периферии» и рассчитываем на скорое достижение договоренностей Афин с частными инвесторами



Рублевые облигации и денежный рынок

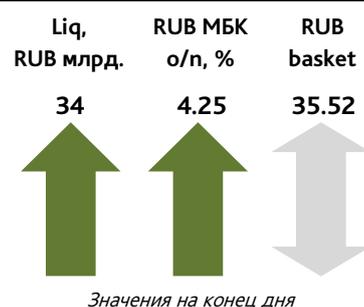
- Минфин озвучил индикативный диапазон доходности по аукциону ОФЗ 25079 на уровне 7.65–7.70%; вполне допускаем, что все предложение (RUB20 млрд.) удастся продать и по нижней границе диапазона, но более реалистична ставка размещения в 7.66–7.67%
- ВТБ размещает новый выпуск рублевых облигаций на RUB10 млрд.; ориентиры предполагают премию ко вторичному рынку; на наш взгляд, доходность ближе к верхней границе диапазона выглядит интереснее
- На недельном аукционе РЕПО с ЦБ было привлечено RUB3.5 млрд.; на вчерашнем аукционе Минфина были удовлетворены заявки только одного участника; денежный рынок продолжает находиться в состоянии относительного спокойствия



Кредитные комментарии

- Отчетность Трансконтейнера за 9М 2011 должна порадовать инвесторов: долговая нагрузка снижается на фоне значительного роста операционных показателей; облигации интересных торговых идей не предполагают
- ФСК расторгает договоры с крупными потребителями по настоянию отраслевых ведомств; ФСК финансовых потерь не понесет; издержки Русала и РЖД возрастут; бонды ФСК оценены справедливо; облигации Русала – по-прежнему самые доходные в металлургической отрасли
- Газпром снижает цены на газ для крупнейших европейских клиентов; скидка вряд ли значительная и не окажет влияние на кредитоспособность эмитента; бумаги Газпрома могут быть интересны в качестве защитного актива

Индикаторы FX/ММ



Российская макроэкономика

- Объем денежной базы РФ в широком определении в декабре 2011 вырос на 15.8%, что, однако, не привело к усилению инфляции в условиях дефицита ликвидности

Макроцифра

RUB8.64 трлн. – денежная база на 01.01.2012

Последние обзоры

- 27 декабря Банковская система в ноябре: активизация корпоративных клиентов
- 23 декабря «Дочки» европейских банков на российском рынке: риски приходят извне
- 23 декабря Высокодоходные облигации: возможности для инвестиций
- 22 декабря Стратегия долговых рынков-2012
- 21 декабря Башнефть: новый бонд лучше старых трех

Контакты и ссылки






 +7 495 789 36 09
 research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

18 янв	Возобновление переговоров с частными кредиторами по госдолгу Греции
14:15	Итоги аукциона по 2-лет. госбумагам Германии в объеме EUR4 млрд.
14:30	Итоги аукциона по 3, 6 и 12-мес. госбумагам Португалии
18:00	Чистые вложения нерезидентов в бумаги Казначейства США за ноябрь
18:15	Промпроизводство и загрузка промышленных мощностей в США за декабрь
20:00	Завершение выкупа ФРБ Нью-Йорка UST в объеме USD4.25–5 млрд.

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▼	310	-4
UST10	◄►	1.86	-0.02
Russia 30–UST 10	▼	255	-5
EUR/USD	▲	1.2737	+0.6%
Oil (Brent)	▲	112.1	+0.3%
VIX	▲	22.2	+1.29

Итоги торгов по еврооблигациям: хорошие новости с долговых рынков Европы вызвали рост котировок, но на фоне невысокой активности; решение Fitch ухудшить прогноз рейтингов Газпрома, РЖД и Русгидро рынки проигнорировали – евробонды подорожали

Российские еврооблигации накануне продемонстрировали уверенную положительную динамику, проигнорировав как решения S&P по рейтингам стран еврозоны, так и ухудшение прогноза по суверенному рейтингу РФ от Fitch. Успешное размещение Испанией, Грецией и Бельгией краткосрочных гособлигаций также способствовало росту котировок. Тем не менее активность на рынке российских евробондов была невысокой.

Из бумаг компаний нефтегазового сектора наибольший прирост стоимости продемонстрировали долгосрочные евробонды Газпрома (+60–90 бп). Таким образом, инвесторы проигнорировали принятое накануне агентством Fitch решение об ухудшении прогноза по рейтингу компании до «стабильного». Отметим, что аналогичные действия, предпринятые накануне в отношении РЖД и Русгидро, также не нашли отражения в динамике котировок: евробонд **Russian Railways 17** подорожал на 40 бп, а рублевый выпуск **RusHydro 15R** – на 70 бп.

Во втором эшелоне максимальный рост котировок наблюдался в длинных еврооблигациях Евраз (+1.1–1.5 п.п.), чуть меньший – в бумагах Вымпелкома (+90–100 бп). В банковском секторе заметно подорожали выпуски ВТБ: рост котировок на дальнем конце составил 60–90 бп. Около 40 бп прибавили по итогам дня еврооблигации Сбербанка.

Суверенные выпуски также испытали на себе влияние положительного внешнего фона. Индикативный выпуск **Russia 30** поднялся в цене к середине торгов до 117.6% от номинала, однако день завершил все же более скромным приростом – 40 бп до 117.30% от номинала. Спред **Russia 30–UST10** сузился незначительно – на 5 бп до 255 бп. Суверенные еврооблигации Украины подросли в цене на 20–40 бп, в то время как белорусские выпуски, напротив, подешевели на 20–30 бп.

Открытие торгов по еврооблигациям: сильные статданные по экономикам США и Германии поддерживают спрос на риск; баррель Brent подорожал до USD112; ждем продолжения роста котировок в среду

Максимальный за 9 месяцев прирост деловой активности в регионе Нью-Йорка (Empire Manufacturing), а также максимальный за всю историю наблюдений рост доверия инвесторов к экономике Германии (ZEW Survey) поддерживают спрос на риск на глобальных рынках. Азиатские торговые площадки торгуются в зеленой зоне (**Nikkei 225** прибавляет 1.3%), а фьючерсы на **S&P 500** растут на 0.3%. Стоимость барреля Brent подросла на USD0.8 с момента закрытия основных торгов в России накануне и составляет USD112. Мы ждем продолжения роста котировок на рынке российских еврооблигаций в среду.

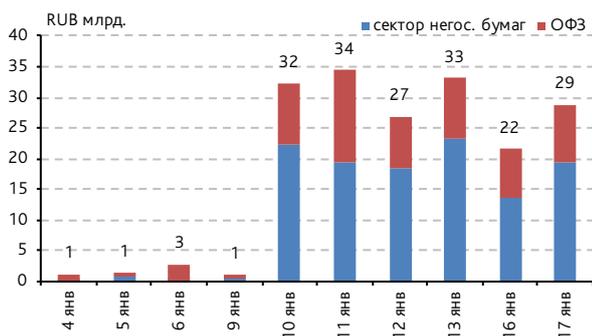
Из важных событий дня отметим аукционы по госбумагам Португалии и Германии, а также данные по промышленному производству в США за декабрь. Кроме того, сегодня вечером должны возобновиться прерванные в минувшую пятницу переговоры между властями Греции и представителями частных инвесторов по вопросу «добровольного» списания 50% госдолга страны. По информации Bloomberg, Афины близки к заключению соглашения с кредиторами.



Алексей Тодоров
+7 495 647-23-62
aleksey.todorov@trust.ru

Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	34.9%
от 1 до 1.5 лет	9.7%
от 1.5 до 2 лет	8.5%
от 2 до 3 лет	16.1%
от 3 до 5 лет	29.5%
> 5 лет	1.3%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	6.53%	1.5
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.73%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	8.03%	6.5
Банки	8.61%	1.5
Корп 1 эшелон	7.95%	2.0
Корп 2 эшелон	8.71%	2.0

Минфин озвучил индикативный диапазон доходности по аукциону ОФЗ 25079 на уровне 7.65–7.70%; вполне допускаем, что все предложение (RUB20 млрд.) удастся продать и по нижней границе диапазона, но более реалистична ставка размещения в 7.66–7.67%

Покупки в средних и длинных ОФЗ вчера позволили сектору госбумаг полностью отыграть снижение понедельника и даже превысить ценовые уровни пятницы. **ОФЗ 26204** (YTM 8.17%), **ОФЗ 25077** (YTM 7.76%) и **ОФЗ 26206** (YTM 8.11%) подорожали на 20–30 бп по средневзвешенным ценам и вышли на минимумы доходности с начала года.

Напомним, что Минфин сегодня размещает RUB20 млрд. выпуска **ОФЗ 25079**, средневзвешенная доходность которого по вчерашним сделкам сложилась на уровне 7.65%. Отметим, что размещаемый выпуск с дюрацией 3.05 года является самым коротким предложением ведомства в рамках заимствований на внутреннем рынке в 1К 2012 г. (подробнее см. «Навигатор долгового рынка» от 10.01.2012 г.). В условиях сохраняющейся осторожности участников торгов из-за шаткой обстановки на внешних рынках мы рассматриваем это обстоятельство как важный фактор интереса рынка к сегодняшнему аукциону.

К тому же в январе рыночные нетто-заимствования Минфина на внутреннем рынке будут отрицательными. Ведомство в рамках двух аукционов в текущем месяце планирует занять RUB40 млрд., при том что суммарные поступления от погашений ОФЗ и купонных выплат составят более RUB63 млрд. Ключевым из них, собственно, и является сегодняшнее погашение **ОФЗ 25064** в объеме RUB45 млрд.

Озвученный вчера Минфином ориентир доходности по предстоящему сегодня доразмещению **ОФЗ 25079** составляет 7.65–7.70%. При текущей конъюнктуре мы вполне допускаем, что весь предложенный объем удастся разместить и по нижней границе диапазона, однако более реалистичным сценарием видится уровень средневзвешенной ставки по итогам аукциона в 7.66–7.67%.

При этом фактор аукциона сегодня сдержит активность участников на вторичном рынке, где по итогам сессии ценовые уровни, как мы думаем, едва ли существенно превысят достижения вторника.

В корпоративном секторе во вторник основная активность осталась в коротких выпусках ФСК ЭЭС: **ФСК ЭЭС-15** (YTW 8.60%) и **ФСК ЭЭС-18** (YTW 8.55%) двигались разнонаправленно. Наряду с этим покупались **НЛМК БО-7** (YTW 8.87%) и **Башнефть БО-1** (YTW 9.24%), подорожавшие на 8–14 бп по средневзвешенным ценам.

ВТБ размещает новый выпуск рублевых облигаций на RUB10 млрд.; ориентиры предполагают премию ко вторичному рынку; на наш взгляд, доходность ближе к верхней границе диапазона выглядит интереснее

20 января 2012 г. ВТБ откроет книгу на приобретение новой серии 3-летних облигаций БО-7 на сумму RUB10 млрд. Инвесторы смогут принять участие в формировании книги до 25 января, а техническое размещение выпуска назначено на 27 число текущего месяца. Ориентир по квартальному купону озвучен в диапазоне 8.00–8.25%, что предполагает YTP 8.24–8.51% к годовой оферте.

Параметры нового выпуска предлагают премию в размере 200–225 бп к кривой ОФЗ и около 25–50 бп к обращающимся выпускам ВТБ. Напомним, что в конце прошлого года ВТБ разместил облигации серии БО-6, аналогичные по структуре выпуску БО-7. В

ходе маркетинга купон по бумагам был установлен на уровне 8.50%, или УТР 8.77% на год. Вчера выпуск котировался выше номинала с УТР 8.05–8.16%, как и размещенный в декабре **Газпромбанк БО-4** (УТР 7.93–8.08% к годовой оферте).

На наш взгляд, банку удастся найти спрос на выпуск, принимая во внимание предложение премии ко вторичному рынку и более комфортную ситуацию на внутреннем рынке относительно декабря 2011 г. Фактически доходность даже по нижней границе ориентиров обеспечивает потенциал роста котировок на вторичном рынке и доходность в 25 бп при сохранении позитивной рыночной конъюнктуры.

Тем не менее мы склонны считать, что доходность ближе к верхней границе ориентиров предпочтительнее, учитывая возможное ухудшение с ликвидностью на рынке к концу месяца, а также существенное предложение бумаг со стороны ВТБ на данном диапазоне кривой. На диапазоне около года обращаются около RUB30 млрд. бумаг плюс RUB10 млрд. нового выпуска, также у банка зарегистрированы еще два выпуска биржевых облигаций по RUB5 млрд. При этом новый **ВТБ БО-7**, несомненно, удовлетворяет требованиям включения в Ломбардный список ЦБ РФ, но процесс получения ломбардного статуса потребует некоторого времени (выпущенный в декабре БО-6 до сих пор не включен).

Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Юлия Сафарбакова
+7 495 647-23-59
yulia.safarbakova@trust.ru



Денежный рынок

События денежного рынка

- 18 янв Возврат Минфину RUB171 млрд. бюджетных средств
- 18 янв Возврат Фонду ЖКХ RUB4 млрд. с депозитов банков
- 18 янв Аукцион ОФЗ 25079 (RUB20 млрд.)
- 18 янв Выплаты купонов по ОФЗ (RUB9.8 млрд.)
- 18 янв Погашение ОФЗ 25064 (RUB45 млрд.)
- 20 янв Уплата 1/3 НДС за 4К 2011 (RUB620-650 млрд.)

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	4.50/4.75	4.00	4.75	4.00/4.50
2-й круг	4.75/5.25	4.25	5.00	4.25/4.75

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
4.50-4.75	4.35-4.50	4.00-4.50

На недельном аукционе РЕПО с ЦБ было привлечено RUB3.5 млрд. (при лимите в RUB10 млрд. и переспросе 2.5x); на вчерашнем аукционе Минфина (RUB10 млрд., 28 дней) были удовлетворены заявки только одного участника; денежный рынок продолжает находиться в состоянии относительного спокойствия

Сумма остатков на корсчетах и депозитов уменьшилась на RUB33.9 млрд., достигнув RUB1.2 трлн. При этом снижение происходило за счет депозитов (-RUB54.8 млрд.), в то время как остатки на корсчетах подросли на RUB20.9 млрд. Совокупные обязательства банковского сектора перед ЦБ и Минфином уменьшились на RUB111.8 млрд. Чистая ликвидная позиция при этом составила RUB33.7 млрд.

Во вторник на аукционах 1-дневного и недельного РЕПО Банк России предложил по RUB10 млрд. соответственно. На сессии 1-дневного РЕПО переспрос составил 1.55x, в рамках лимита было заключено сделок на RUB9.7 млрд. Средневзвешенная ставка уравнилась на отметке 5.7%, что ниже значений понедельника почти на 20 бп. В рамках сессии 7-дневного РЕПО спрос превышал предложение более чем в 2.5 раза, при этом сделок было заключено всего лишь на сумму RUB3.5 млрд. Неделю назад по данному инструменту рефинансирования было привлечено немногим более RUB254 млн. Банки, особо нуждавшиеся в ликвидности, обратились к РЕПО с ЦБ по фиксированной ставке и заняли вчера RUB43.1 млрд. против RUB176.8 млрд. днем ранее.

Рынок МБК продолжает пребывать в состоянии относительного спокойствия. Вчера банки 1-го круга привлекали кредиты овернайт по средневзвешенной ставке 4.35-4.50%, что в целом соответствует уровню понедельника с той лишь разницей, что разброс между максимальной и минимальной ставками сместился в сторону более высоких значений. На рынке 1-дневного междилерского РЕПО под обеспечение ОФЗ и облигаций 1-го эшелона изменений практически нет: средства привлекаются под 4.80-5.15%.

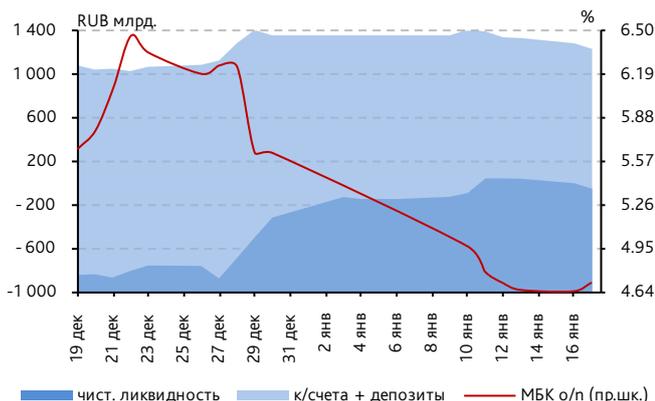
В аукционе Минфина от 17 января (RUB10 млрд. на 28 дней) приняло участие 4 организации. Спрос превышал предложение примерно в 2.5 раза. Однако в результате были удовлетворены заявки только одного участника, который и «освоил» весь лимит по ставке 7.39%. Несмотря на то, что сегодня встречные выплаты Минфину составляют RUB171 млрд., пока что в системе достаточно денег для выполнения обязательств.

Среди других оттоков следует отметить возврат RUB4 млрд. Фонду содействия реформированию ЖКХ, аукцион **ОФЗ 25079** (RUB20 млрд.). Со стороны притоков ликвидности определенную поддержку денежному рынку окажут сегодняшние погашения **ОФЗ 25064** (RUB45 млрд.) и выплаты купонов по целому ряду ОФЗ на общую сумму RUB9.8 млрд.

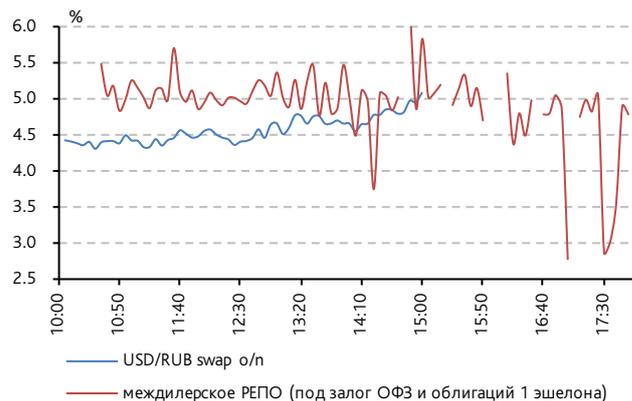


Иван Синельников
+7 495 786-35-36
ivan.sinelnikov@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Кредитные комментарии

Отчетность Трансконтейнера за 9М 2011 должна порадовать инвесторов: долговая нагрузка снижается на фоне значительного роста операционных показателей; облигации интересных торговых идей не предполагают

Вчера Трансконтейнер опубликовал отчетность по МСФО за 9М 2011 г. и провел телеконференцию.

КОММЕНТАРИЙ

Операционные показатели Трансконтейнера продемонстрировали впечатляющий рост в отчетном периоде. Выручка увеличилась на 33%, EBITDA – в 2 раза, а чистая прибыль – более чем в 4 раза. Основные драйверы: рост объемов перевозок (на 15%), рост цен на услуги (в среднем на 14%), снижение финансовых расходов и консолидация казахстанского оператора железнодорожных терминалов Кедентранссервис. На наш взгляд, такие результаты должны быть позитивно восприняты инвесторами, так как ожидания рынка были значительно ниже.

Прогноз Трансконтейнера на 2012 г. достаточно сдержан. В декабре компания увеличила цены на свои услуги на 6%, что соответствует росту тарифов РЖД на грузовые перевозки. Это окажет определенную поддержку операционным показателям в новом году, однако дальнейшая динамика цен и объемы перевозок будут зависеть от изменения макроэкономической среды.

Совокупный долг за отчетный период вырос на 32%. Увеличение в основном связано с приобретением Кедентранссервиса, которое было профинансировано семилетним кредитом от Альфа-Банка в размере RUB1.8 млрд. Стоит заметить, что, в соответствии с кредитным соглашением, Трансконтейнер обязуется поддерживать на определенном уровне показатель «Долг/EBITDA» и ежеквартальный оборот денежных средств с Альфа-Банком. Несмотря на увеличение абсолютного размера долга, показатели долговой нагрузки заметно снизились на фоне роста операционных результатов.

Капитальные затраты в 2012 г., как сообщалось ранее, могут достичь RUB7.4 млрд. Такой значительный объем инвестиций вызывает у нас определенное беспокойство. Однако, как заявляло руководство, финансирование планируется осуществлять из собственных средств. С учетом роста операционных показателей, даже в случае привлечения дополнительных средств, кредитное качество, на наш взгляд, вряд ли пострадает.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТРАНСКОНТЕЙНЕРА

МСФО, RUB млрд.	9М 2010	2010	1П 2011	9М 2011	9М 11/9М 10
Выручка	16.5	22.8	13.8	22.0	33%
EBITDA	3.1	4.2	3.5	6.2	99%
Чистая прибыль	0.6	0.9	1.3	3.0	442%
Чистый операц. денежный поток	2.2	3.7	2.4	4.5	101%
Капвложения и М&А	3.3	4.0	3.1	4.2	28%
Свободный денежный поток	-1.0	-0.4	0.9	1.9	
Совокупный долг, в т.ч.	7.0	7.0	9.3	9.3	32%
краткосрочный долг	0.7	0.7	0.9	1.0	48%
Денежные средства и эквиваленты	1.3	1.3	2.1	3.5	171%
Активы	33.6	33.6	38.0	40.5	20%
Показатели					
EBITDA margin	19%	19%	25%	28%	
EBITDA/проценты	11.3	5.0	9.1	6.7	
Долг/EBITDA*	1.7	1.7	1.6	1.3	
Чистый долг/EBITDA*	1.4	1.4	1.3	0.6	
Долг/Собственный капитал	0.4	0.4	0.4	0.4	

* значение EBITDA за последние 12 месяцев; значение EBITDA, использованное для расчета показателей за 9М 2010, определено как показатель EBITDA за 9М 2010, умноженный на коэффициент 4/3
 Источник: данные компании, НБ «Траст»

В конце 2011 г. Трансконтейнер формализовал свой подход к дивидендной политике. В 2011–2013 гг. дивиденды будут составлять 10% от прибыли по РСБУ. Как заявили в ходе телеконференции представители компании, такой консервативный подход (особенно в свете значительного свободного денежного потока) связан с погашением в феврале 2013 г. выпуска рублевых облигаций в объеме RUB3 млрд. Такая увязка дивидендной политики с интересами кредиторов, на наш взгляд, является позитивной новостью для последних.

Трансконтейнер	Ва2/NR/BB+
МСФО, 9М 2011	
Выручка, RUB млрд.	22.0
EBITDA margin	28%
Долг/EBITDA	1.3

Вопрос приватизации по-прежнему находится в процессе обсуждения (сейчас государственной РЖД принадлежит 50%+1 акция). Правительство считает приватизацию Трансконтейнера вполне возможной. Однако руководство компании выступает против ее проведения в текущих экономических условиях, полагая, что компания сильно недооценена.

Два выпуска рублевых облигаций Трансконтейнера торгуются с премией в 50–70 бп к кривой РЖД и не предполагают интересных торговых идей.



Петр Макаров
+7 495 647-25-77
petr.makarov@trust.ru

ФСК расторгает договоры с крупными потребителями по настоянию отраслевых ведомств; ФСК финансовых потерь не понесет; издержки Русала и РЖД возрастут; бонды ФСК оценены справедливо; облигации Русала – по-прежнему самые доходные в металлургической отрасли

Как пишут сегодняшние Ведомости, ФСК направила крупным потребителям электроэнергии, в частности «дочкам» Русала и РЖД, уведомления о расторжении прямых договоров на ее передачу.

КОММЕНТАРИЙ

Решение ФСК согласуется с недавними заявлениями правительства о необходимости расторжения прямых договоров с крупными потребителями электроэнергии. Данный шаг направлен на принуждение таких предприятий вернуться к принципам договоров «последней мили», т.е. к заключению контрактов с территориальными дочерними компаниями МРСК Холдинга. Напомним, что, согласно договорам «последней мили», местные «дочки» МРСК Холдинга (в случае с Русалом и РЖД это МРСК Сибири) берут у ФСК часть сетей высокого напряжения, подключенных к объектам крупных потребителей, в аренду. В результате такие потребители должны оплачивать более высокий тариф МРСК, неся существенно большие издержки на электроэнергию.

Для ФСК расторжение договоров не несет значительных финансовых потерь – ее тариф включен в конечный тариф МРСК. Наиболее негативным подобное развитие событий будет именно для крупных потребителей, а именно для Русала. Алюминиевый гигант не раскрывает точную сумму возможных потерь от перехода на более высокий тариф МРСК. Однако ранее озвучивалась цифра недополученных в 2011 г. средств МРСК Сибири из-за отсутствия договоров «последней мили» с предприятиями Русала в размере около RUB5 млрд. Безусловно, в масштабах консолидированной себестоимости компании эти затраты не выглядят слишком значительными, тем не менее затраты на электроэнергию и ее передачу – это основные статьи переменных издержек Русала, поэтому он чрезвычайно чувствителен даже к небольшому росту себестоимости.

Проблемы роста себестоимости и, как следствие, сжатия EBITDA для Русала крайне актуальны еще и из-за его огромного долга, большая часть которого обременена ковенантами по удержанию долговой нагрузки на определенном уровне. Поэтому даже небольшое снижение рентабельности по EBITDA может привести к значительному удорожанию обслуживания долга компании.

Проблемы Русала усугубляет и непростое состояние рынка алюминия, цены на который находятся вблизи уровня себестоимости его производства. Мы уже отмечали, что из-за этого Русал уже обращался к западным банкам-кредиторам, выдавшим компании синдицированный кредит на USD4.75 млрд., с просьбой о смягчении ковенантов по данному займу. Сегодня утром Интерфакс сообщил, что компании удалось достигнуть договоренности с кредиторами о предоставлении годовых «каникул», когда ковенанты не будут тестироваться. Русал сможет воспользоваться этой возможностью начиная с любого квартала 2012 г. Это существенно снижает риски ликвидности для компании в случае развития негативного сценария на мировых рынках.

Рублевые облигации ФСК в последние месяцы остаются одними из самых ликвидных корпоративных бумаг, их спред к суверенной кривой составляет около 120–140 бп, что выглядит избыточным уровнем для столь финансово крепкого эмитента. Тем не менее при текущем состоянии рынков сужение спреда выглядит маловероятным.

ФСК	Baa2/BBB/NR
<i>РСБУ, 9М 2011</i>	
Выручка, RUB млрд.	105
EBITDA margin	63%
Долг/EBITDA	1.0

Русал	NR
<i>МСФО, 9М 2011</i>	
Выручка, USD млрд.	9.5
EBITDA margin	24%
Долг/EBITDA	3.9

Рублевые облигации Русала остаются самыми доходными среди бумаг компаний металлургической отрасли – их доходность превышает 12.3% годовых. Учитывая высокую долговую нагрузку компании и отсутствие ее бумаг в списке РЕПО ЦБ, данный в текущих условиях уровень доходности мы оцениваем как справедливый. Однако для инвесторов, нацеленных на высокую абсолютную доходность, эти бумаги могут быть привлекательны, в особенности более короткий выпуск **РусАлБратск-7**, предлагающий 12.3% годовых при дюрации менее 1.9 года.



Дмитрий Турмышев
+7 495 647-25-89
dmitry.turmyshev@trust.ru

Газпром снижает цены на газ для крупнейших европейских клиентов; скидка вряд ли значительная и не окажет влияние на кредитоспособность эмитента; бумаги Газпрома могут быть интересны в качестве защитного актива

Вчера Интерфакс сообщил о корректировке цены российского газа для крупнейших европейских потребителей.

КОММЕНТАРИЙ

Газпром скорректировал цены для европейских покупателей, обеспечивающих около четверти экспорта российского газа в Западную Европу. Конкретные параметры изменений обозначены не были, однако было сказано, что они учитывают развитие газового рынка в Европе, ситуацию в экономике и энергетике отдельных европейских государств.

Де-факто такая корректировка, на наш взгляд, означает сближение цены реализации Газпрома с ценой на спотовом рынке Европы. Сейчас разрыв между этими ценами составляет порядка USD200: спотовый рынок находится под давлением избыточного предложения газа. Такой разрыв усиливает переговорные позиции европейских покупателей, особенно с учетом неопределенности относительно перспектив экономического роста в Европе. В результате Газпром вынужден идти на определенные уступки.

Конкретные параметры изменений не разглашаются. Ввиду того что они происходят в рамках действующих соглашений, их размер вряд ли значителен. На наш взгляд, они не окажут заметного негативного влияния на кредитоспособность эмитента.

Бумаги Газпрома могут быть интересны в качестве защитного актива и альтернативы суверенным выпускам.



Петр Макаров
+7 495 647-25-77
petr.makarov@trust.ru

Газпром	Ваа 1/BBB/BBB
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Выручка, RUB млрд.	2,347
ЕБИТDA margin	43%
Долг/ЕБИТDA	0.8

Российская макроэкономика

Объем денежной базы РФ в широком определении в декабре 2011 вырос на 15.8%, что, однако, не привело к усилению инфляции в условиях дефицита ликвидности

Вчера Банк России опубликовал данные об объеме денежной базы в широком определении, которые могут свидетельствовать о вкладе монетарных факторов в инфляцию на потребительском рынке. Согласно официальной информации, денежная база РФ в широком определении за последний месяц 2011 г. увеличилась на 15.8%, до RUB8.64 трлн., из которых 79.8% приходится на наличные деньги (см. диаграмму 1).

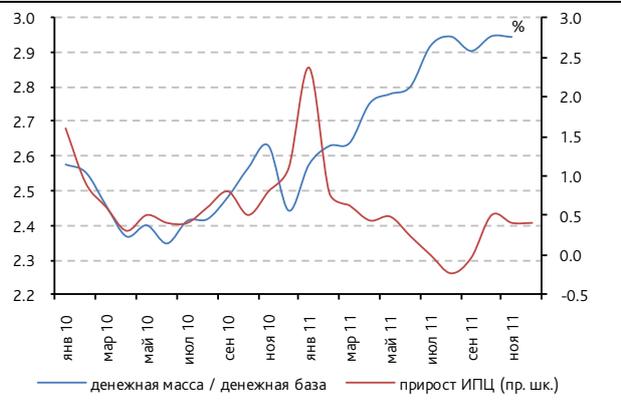
Соотношение денежной массы и денежной базы дает нам показатель, известный как «мультипликатор денежно-кредитной политики». Последний очень тесно взаимосвязан с инфляцией и позволяет судить об эффективности таргетирования денежного предложения. В случае когда динамика мультипликатора однонаправленна по отношению к приросту потребительских цен (например, ситуация 1П 2010 г., см. диаграмму 2), процентные ставки денежного рынка находятся на долгосрочном равновесном уровне, и в экономике нет дефицита ликвидности. В противном случае (2П 2010 г.–2011 г.) равновесие рынка нарушается, процентные ставки подвергаются большей волатильности.

ДИАГРАММА 1. ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОЙ БАЗЫ В ШИРОКОМ ОПРЕДЕЛЕНИИ, 2010–2011



Источник: ЦБ РФ, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 2. ВЗАИМОСВЯЗЬ ДЕНЕЖНОГО МУЛЬТИПЛИКАТОРА И ИНФЛЯЦИИ, 2010–2011



Источник: ЦБ РФ, НБ «Траст»

В ситуации дефицита ликвидности (2П 2011 г.) прирост денежной массы не приводит к эквивалентному росту цен, увеличивается роль немонетарных факторов инфляции. Приращение наличных денег в обращении практически полностью абсорбируется реальным сектором экономики, что также может привести к увеличению сбережений и более интенсивному инвестированию в основной капитал. Последняя доступная статистика по динамике валовых инвестиций и промышленному производству подтверждает данную мысль.

В сложившейся ситуации Банк России может эффективно использовать инструменты воздействия на денежную базу (в широком определении) в интересах стимулирования экономического роста, не опасаясь за усиление инфляции. Естественно у подобной практики есть свой супремум, при приближении к которому снова будут доминировать монетарные факторы.



Иван Синельников
+7 495 786-35-36
ivan.sinelnikov@trust.ru

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
16 янв	ЛК УралСиб-26о	2.0	11.50%	3	12.01%
30 дек	Заречная УК-1	3.0	10.80%	3*	11.09%
29 дек	ОТКРЫТИЕ ФК-2	5.0	10.75%	2*	11.04%
28 дек	Казань-8	2.0	8.00%	5	8.24%
27 дек	ТГК-1-3	2.0	10.30%	10	10.19%
27 дек	ИАВ 1-2	1.1	н.д.	33	н.д.
27 дек	ИАВ 1-1	2.9	8.95%	33	9.89%
23 дек	Веста-1	0.3	10.20%	1*	10.19%
23 дек	ВТБ-66о	10.0	8.50%	1*	8.77%
22 дек	Приам-1	0.3	9.00%	1*	9.00%
22 дек	Связь-Банк-3	5.0	8.50%	1*	8.67%
22 дек	Инвестор-1	0.1	7.00%	3	7.00%
22 дек	Профит-Гарант-1	0.1	7.00%	3	7.00%
21 дек	АИЖК 2011-1-3	0.4	н.д.	33	н.д.
21 дек	АИЖК 2011-1-2	1.1	3.00%	33	3.03%
21 дек	АИЖК 2011-1-1	2.3	9.00%	33	9.31%
21 дек	НЛМК-36о	5.0	8.75%	1.5*	8.94%
21 дек	НЛМК-26о	5.0	8.75%	1.5*	8.94%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
20 янв	Аэроэкспресс-1	3.5	10.5-11.0%	5
23 янв	РТК-1	5.0	н.д.	15
27 янв	ВТБ-76о	10.0	8.00-8.25%	0.5*

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
19 янв	ПеноПлэкс-2	2.5	14.00%	14.00%	2
25 янв	Глобэкс-26о	5.0	8.10%	9.90%	1
31 янв	ИАРТ	1.0	8.50%	н.д.	1
6 фев	ПЭС	0.1	9.50%	н.д.	1
9 фев	ВТБ Лизинг-8	4.6	7.05%	н.д.	5
9 фев	ЛокоБанк-16о	2.5	8.50%	н.д.	2
10 фев	АТЭК-2	0.3	11.00%	11.00%	0
14 фев	АлефБанк	1.0	11.00%	н.д.	1*
22 фев	Хортекс Финанс	1.0	13.00%	н.д.	1
24 фев	Микоян-2	2.0	13.50%	н.д.	1
24 фев	НОМОС-Банк-016о	5.0	7.00%	н.д.	2
26 фев	МосЭнерго-2	5.0	7.65%	н.д.	4
1 мар	МБРР-4	5.0	6.00%	н.д.	2
1 мар	РусьБанк-3	2.0	9.50%	н.д.	2
3 мар	Судостр.Банк-16о	2.0	9.75%	н.д.	2
9 мар	Национальный стандарт	1.5	10.00%	н.д.	2
15 мар	Балтинвестбанк-2	1.5	9.00%	н.д.	3
15 мар	ТГК1-1	4.0	8.50%	н.д.	2

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
19 янв	ЛК УралСиб-4	2.0
19 янв	ЛК УралСиб-5	3.0
27 янв	ЛенЭнерго-2	3.0
1 фев	АИЖК-04	0.9
15 фев	ТД Копейка-2	4.0
15 фев	СУ-155-3	3.0
15 фев	ТД Копейка-3	4.0
21 фев	ТГК6 Инвест	2.0
21 фев	ОИЖК	0.7
21 фев	РАФ Лизинг Финанс	1.0
22 фев	ЮСКК-2	0.0
23 фев	МИА-3	1.5
23 фев	Белон-2	2.0
23 фев	ЛК УралСиб-3	1.5
28 фев	Рыбинсккабель	1.0
28 фев	УралЭлектроМедь	3.0
7 мар	ТехноНИКОЛЬ-2	3.0
8 мар	ЯкутскЭнерго-2	1.0

* срок до ближайшей оферты, лет

Календарь по еврооблигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок
17 ноя	Gazprom 16N	USD	1000	4.95%	5
17 ноя	Gazprom 21	USD	600	6.00%	10
14 ноя	GazpromBank 13C	CHF	420	4.38%	2
21 окт	VTB 15C	CHF	225	5.00%	4
17 окт	Turkey 22	USD	1000	5.13%	11
2 авг	Moscow Credit Bank 14	USD	200	8.25%	3
21 июл	SeverStal 16	USD	500	6.25%	5
18 июл	MetallInvest 16	USD	750	6.50%	5
13 июл	Os Chad 16N	USD	200	8.25%	5
12 июл	Agroton 14	USD	50	12.50%	3

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
23 янв	Colombia 12	USD	900
23 янв	Turkey 12	USD	1000
28 янв	MTS 12	USD	400
2 фев	TatFondBank 12	USD	225
6 фев	PrivatBank 12	USD	500
8 фев	Georgia Bank 12	USD	200
13 фев	ККВ 12P	GBP	350
21 фев	Peru 12	USD	1423
12 мар	Poland 12E	EUR	750
20 мар	TNK 12	USD	500

Дирекция анализа долговых рынков

research.debtmarkets@trust.ru

+7 495 789-36-09

Дирекция финансовых рынков

sales@trust.ru

+7 495 647-25-92

Руководитель дирекции

Леонид Игнатьев

+7 495 647-23-60

leonid.ignatiev@trust.ru

Руководитель управления торговли

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@trust.ru

Макроэкономика и стратегия

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru**Иван Синельников**

+7 495 786-35-36

ivan.sinelnikov@trust.ru

Руководитель управления продаж

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru

Управление продаж

Олеся Курбатова

+7 495 647-25-90

olesya.kurbatova@trust.ru**Артем Петросьян**

+7 495 647-25-67

petrosyan.artem@trust.ru

Кредитный анализ

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru**Дмитрий Турмышев**

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru**Петр Макаров**

+7 495 647-25-77

petr.makarov@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. Представленная 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 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 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 Правилах 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 данному ценному 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 Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.