

## Рублевые выпуски

УТМ, %	Изменение, б.п.			УТД
	знач.	за ден.	за мес.	
ОФЗ 46020	8.2	(20)	(26)	25
Газпром-11	7.0	(8)	(14)	(55)
Вымпелком-67	8.4	1	(22)	(13)

## Сырьевые рынки

	Изменение, %			УТД
	знач.	за ден.	за мес.	
Золото, \$/унция	1 502.6	0.4	5.2	5.8
Urals, \$/барр.	119.5	2.1	7.7	29.6
S&P Металлы, инд.	2 049.4	2.0	2.7	2.9
S&P C/x прод., инд.	859.2	(0.2)	1.7	4.0

## Денежный рынок

млрд руб.	Изменение			УТД
	знач.	за ден.	за мес.	
Рето в ЦБ	1.8	(0.0)	(6.5)	-
Корсчета	677.9	25.9	(11.5)	(316.8)
Депозиты в ЦБ	647.7	10.5	(2.4)	14.5

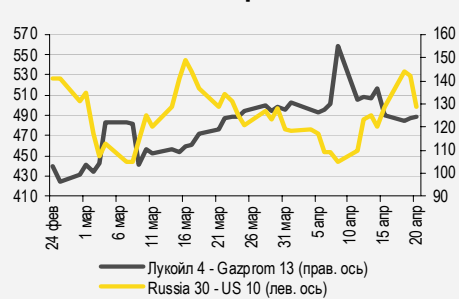
Изменение, б.п.				
NDF 1Y, %	4.25	6	1	(66)
MOSPrime O/N, %	3.16	1	-	141

Изменение, %				
USDRUB	28.10	(0.7)	(0.6)	(8.0)

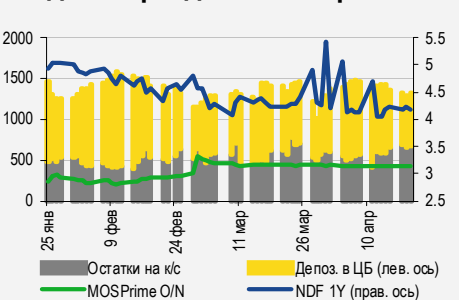
## Индексы

б.п.	Изменение, б.п.			УТД
	знач.	за ден.	за мес.	
Russia 30 - UST 10	129.0	(13)	-	(24)
EMBI + Spread	300.5	(7.1)	(2.8)	11.9

## Индикативные спреды



## Индикаторы денежного рынка



Источники: РТС, ММВБ, Bloomberg, оценки УРАЛСИБа

## СТРАТЕГИЯ

### ВНЕШНИЙ РЫНОК

Сегодняшний день будет вновь богат на новости. В США публикуется блок статистики по рынку труда. В Европе сегодня выйдут данные об уровне деловой активности в Германии и обороту розничной торговли в Великобритании. Сегодня утром на рынке также преобладают положительный настрой: азиатские рынки вышли в зеленую зону, фьючерсы на открытие рынков в США также демонстрируют положительную динамику. Спред индикативного суверенного выпуска Russia'30 вчера вновь уменьшился – на этот раз на 9 б.п. до 133 б.п. ..... стр. 2

### ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

Вчерашний аукцион по размещению трехлетних ОФЗ-25076 прошел не слишком успешно для Минфина, финансовый регулятор смог разместить лишь 77,8% от заявленного объема и по верхней границе (средневзвешенная доходность 6,44%) озвученного им ранее ориентира. .... стр. 3

## ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Уровень ликвидности вчера сократился вследствие уплаты НДС, что привело к незначительному повышению ставок МБК. Сегодня и завтра ликвидность может увеличиться в преддверии следующей части налоговых платежей, запланированных на понедельник. .... стр. 4

## КОРПОРАТИВНЫЕ СОБЫТИЯ

### НАЦИОНАЛЬНЫЙ РЕЗЕРВНЫЙ БАНК (В2/В)

Эмитент неожиданно предложил инвесторам одну из самых непростых для оценки сделок последнего времени – собственные 5-летние облигации, конвертируемые в акции Аэрофлота. Мы советуем инвесторам благосклонно отнестись к новому размещению, поскольку по верхней границе диапазона ставки бумага выглядит справедливо оцененной и без дополнительных «подсластителей», тогда как в ее активе есть еще и трехлетний пут-опцион вместе с нашим уверенным положительным взглядом на перспективы акций Аэрофлота. .... стр. 5

### ДЕТСКИЙ МИР (NR)

Компания опубликовала вселяющие оптимизм финансовые результаты по US GAAP за 2010 г. За счет контроля над операционными расходами она вновь вышла на положительный уровень OIBDA и сумела впервые с 2006 г. получить чистую прибыль. Вхождение Сбербанка в капитал способствовало снижению долговой нагрузки до 3. Облигации Детского мира выглядят привлекательно с учетом наличия гарантии Москвы на тело бумаги, однако их слабым местом является низкая ликвидность. .... стр. 6

### ИНТЕГРА (NR)

Вчера Интегра отчиталась за 2010 г. по МСФО. В целом результаты компании оказались лучше наших ожиданий – это свидетельствует о том, что стратегия нового руководства оказалась успешной. Долг/ЕБИТДА упал до 1,3 с 2,3 в 2009 г. Из-за достаточно низкой ликвидности выпуска и отсутствия рейтингов выпуск Интегра Финанс 02 малоинтересен. .... стр. 8

### VIPEL COM LTD (BB/BA2)

Международное агентство Standard & Poor's вчера снизило рейтинг ОАО «Вымпелком», российской «дочки» VimpelCom Ltd., до «BB» с негативным прогнозом. По нашему мнению, присвоив рейтинг негативный прогноз, агентство чересчур критично оценивает перспективы компании. С нашей точки зрения, длинные евробонды ОАО «Вымпелком» сильно перепроданы. .... стр. 9

### НМТП (BB-/BA1)

Вчера НМТП опубликовал предсказуемо низкие финансовые результаты по МСФО за 2010 г., на которые оказали влияние в первую очередь неблагоприятные внешние условия. Однако данные уже неактуальны, поскольку не дают представления о реальной долговой нагрузке компании после совершения сделки по покупке ПТП. В ухудшении финансового профиля мы не видим угрозы для держателей еврооблигаций, к которым на текущих уровнях мы относимся нейтрально. .... стр. 10

## ВКРАТЦЕ

**ММК (-/Ba3/BB)** выплатит дивиденды за 2010 г. в размере 3,7 млрд руб. (около 130 млн долл.). С учетом того, что ЕБИТДА ММК по итогам 2010 г. составила 1,6 млрд долл., выплата дивидендов не окажет влияния на кредитные метрики компании. «Ведомости».

## СТРАТЕГИЯ

### Внешний рынок

**В центре внимания рынок труда и отчетность компаний.** Сегодняшний день будет вновь богат на новости. В США будет опубликована блок статистики по рынку труда, и рынок оценивает его состояние достаточно оптимистически: согласно консенсус-прогнозу Bloomberg, число первичных обращений за пособиями по безработице на 16 апреля снизилось до 394 тыс., уменьшилось и количество повторных обращений – до 3675 тыс. В Европе сегодня будут объявлены данные об уровне деловой активности в Германии и обороту розничной торговли в Великобритании. Продолжается публикация отчетности компаний, сегодня на очереди General Electric и American Express, результаты которых являются своего рода барометром состояния американской промышленности и активности потребителей. Статистика, опубликованная вчера, вновь оказалась лучше прогнозов, подтвердив некоторое восстановление рынка недвижимости США: продажи домов на вторичном рынке выросли в марте на 3,7% до 5,1 млн, тогда как ожидалось их увеличение до 5 млн. Положительный настрой рынка усилила вчера отчетность таких компаний как Apple, Intel и IBM, показатели прибыли которых оказались выше прогнозных. В результате продолжает увеличиваться аппетит инвесторов к риску и снижается спрос на защитные активы. Вчера цены на нефть продолжили рост – баррель марки Brent подорожал до 124 долл., а доллар ослаб до 1,47 долл./евро. Котировки американских гособлигаций снизились практически по всей кривой – доходность UST10 поднялась вчера на 4 б.п. до 3,41%. Сегодня утром на рынке также преобладает положительный настрой: азиатские рынки вышли в зеленую зону, фьючерсы на открытие рынков в США также демонстрируют положительную динамику.

**Без единой динамики.** Спред индикативного суверенного выпуска Russia'30 вчера вновь сузился – на этот раз на 9 б.п. до 133 б.п., цена выпуска поднялась на 30 б.п. до 116,13% от номинала. В суверенном сегменте рост наблюдался практически во всех выпусках. В корпоративных бумагах единой динамики так и не сложилось. В еврооблигациях Газпрома продавали длинный конец кривой при осторожных покупках коротких выпусков. Бумаги ЛУКОЙЛа подешевели в среднем 10 б.п. У металлургов продолжились продажи длинных выпусков Евраз. В банковском секторе покупали Промсвязьбанк и Россельхозбанк, в то время как большинство выпусков ВТБ подешевели на 5–10 б.п.

**Альфа-Банк – рекорд зафиксирован.** Вчера стало известно, что размещение 10-летних евробондов Альфа-Банка (BB-/Ba1/BB) завершилось установлением купона 7,75%, а объем новой бумаги составил 1 млрд долл. Сделка является прецедентом для российского сегмента рынка еврооблигаций, поскольку ранее ни один частный банк не размещал обязательств с таким сроком обращения. В настоящий момент бумага торгуется несколько выше номинала с доходностью 7,68%, что соответствует спреду в размере 435 б.п. к долларovým свопам. В этом положении она может быть признана справедливо оцененной, поскольку более короткий выпуск Альфа-Банка, ALFARU'17, котируется со спредом 415 б.п., при том что спреды должны иметь временную структуру, то есть расширяться к длинному концу кривой. К тому же мы придерживаемся точки зрения, что долларové ставки будут постепенно повышаться, в результате чего вложение средств в такие длинные бумаги станет слишком рискованным. В итоге мы отдаем предпочтение ALFARU'15 или, как предел, ALFARU'17. С фундаментальной же точки зрения мы считаем риск Альфа-Банка привлекательным, о чем можно прочитать в нашей специальной публикации от 12 апреля.

Публикации по теме:

[http://www.uralsibcap.ru/products/download/110412\\_Alfa%20Bank\\_FY2010%20Results.pdf?docid=10327&lang=ru](http://www.uralsibcap.ru/products/download/110412_Alfa%20Bank_FY2010%20Results.pdf?docid=10327&lang=ru)

Дмитрий Дудкин, [dudkindi@uralsib.ru](mailto:dudkindi@uralsib.ru)  
Юрий Голбан, [golbanyv@uralsib.ru](mailto:golbanyv@uralsib.ru)

## Внутренний рынок

**Размещение ОФЗ с привлекательной доходностью.** Спрос на ОФЗ 25076 на аукционе в среду составил 18,1 млрд руб. при объеме предложения, равном 20 млрд руб. Средняя доходность бумаги сложилась на уровне 6,44%, а доходность отсечения составила 6,45%. Такой результат стал для нас неожиданностью, поскольку мы предполагали, что спрос на выпуск с очень умеренной дюрацией – 2,5 года, будет более высоким. Возможно, сыграл свою роль не очень привлекательный диапазон доходности: 6,35–6,45%, поскольку по соседству с ОФЗ 25076 на кривой есть более интересные выпуски, такие как ОФЗ 26201 и 26202. Именно поэтому мы рекомендовали в нашем вчерашнем обзоре подавать заявки на ОФЗ 25076 в верхней половине ориентировочного диапазона, объявленного Минфином. В итоге бумага была продана практически с максимальной доходностью, что обещает инвесторам некоторый спекулятивный потенциал роста. Напомним, что в следующую среду государство планирует предложить рынку семилетний выпуск ОФЗ 26204 на 20 млрд руб.

**Оборонпром закрывает книгу на одном уровне с ОАК.** Вчера была закрыта книга заявок по выпуску Оборонпрома на 21,09 млрд руб. Ставка купона на весь девятилетний срок обращения была установлена на уровне 8% годовых, что удивительным образом совпадает со ставкой, которую месяцем ранее установил по своему также девятилетнему выпуску ОАК. Фактическое отсутствие маркетинга по выпуску наводит нас на мысль о его «нерыночном» характере, к тому же при такой ставке облигации выглядят дорогими. Например, более короткий АИЖК-20 (ОАК-01 еще не вышел на вторичные торги), по которому также предусмотрена госгарантия на номинал облигаций, котировался вчера с доходностью 8,17% при дюрации 4,84 года. Соответственно, при размещении на одном уровне с АИЖК (хотя, на наш взгляд, Оборонпром должен был бы предоставить премию относительно АИЖК по причине отсутствия у него, в отличие от АИЖК, рейтингов и аудированной отчетности по МСФО) доходность по Оборонпром-01 должна бы была составить порядка 10,2%. Таким образом, выпуск вряд ли будет ликвидным, потенциально он мог бы быть привлекателен для долгосрочных инвесторов, ориентирующихся на купонную доходность.

*Дмитрий Дудкин, [dudkindi@uralsib.ru](mailto:dudkindi@uralsib.ru)  
Надежда Мырскова, [myrsikovanv@uralsib.ru](mailto:myrsikovanv@uralsib.ru)*

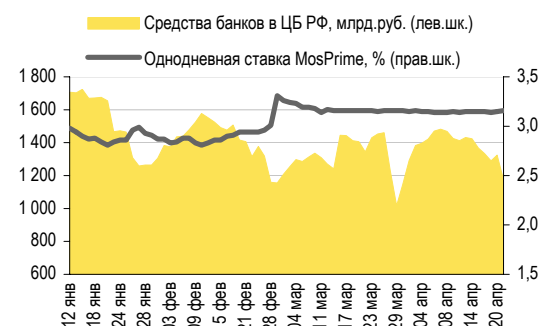
## ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

### Уплата НДС привела к сокращению ликвидности и росту ставок

Вчера компании выплатили треть НДС за I квартал 2011 г., что привело к снижению ликвидности и, как следствие, росту ставок МБК. Остатки на корсчетах кредитных учреждений в ЦБ сократились на 98,1 млрд руб. до 579,8 млрд руб., депозиты банков в ЦБ уменьшились на 53,6 млрд руб. до 594,1 млрд руб. Индикативная ставка MosPrime по однодневным кредитам повысилась на 1 б.п. до 3,16%. Сегодня и завтра ликвидность может немного вырасти, тогда как на понедельник запланированы очередные налоговые платежи компаний.

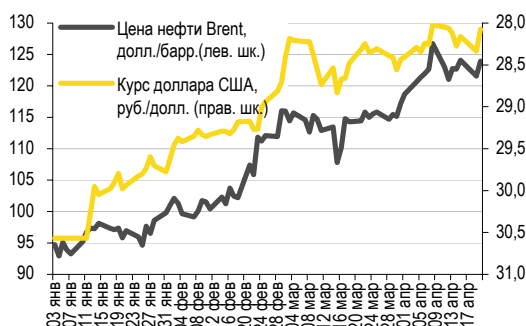
Рубль резко укрепился против доллара на ММВБ, подорожав на 26 копеек до 28,07 руб./долл. Курс евро, напротив, повысился на 36 копеек до 40,79 руб./евро. В результате стоимость бивалютной корзины изменилась незначительно, прибавив всего 2 копейки до уровня 33,8 руб. Индекс доллара (индикатор его стоимости по отношению к шести основным мировым валютам) находится на минимальных уровнях с июня 2008 г., а евро тем временем достиг рекордной отметки с декабря 2009 г. Сегодня рубль, скорее всего, продолжит укрепляться против доллара до уровня приблизительно 27,9 руб./долл., одновременно слабея против евро в рамках тенденции повышения стоимости единой европейской валюты на мировом валютном рынке.

### Совокупные средства банков в ЦБ РФ, млрд руб., и однодневная ставка MosPrime, %



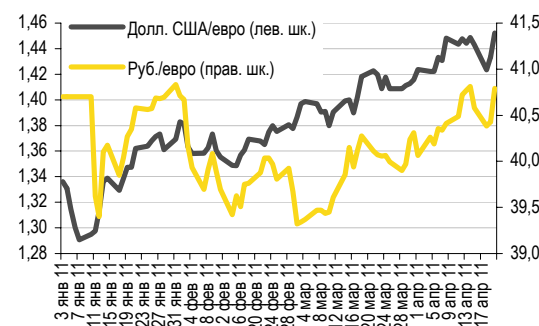
Источники: ЦБ РФ

### Курс руб./долл. и цена барреля нефти Brent, долл.



Источники: Bloomberg, ММВБ

### Курс евро относительно доллара США и рубля



Источники: Bloomberg, ММВБ

Леонид Слипченко, [slipchenkola@uralsib.ru](mailto:slipchenkola@uralsib.ru)  
 Наталья Майорова, [mayorovang@uralsib.ru](mailto:mayorovang@uralsib.ru)  
 Наталия Березина, [berezinana@uralsib.ru](mailto:berezinana@uralsib.ru)

## КОРПОРАТИВНЫЕ СОБЫТИЯ

**Национальный резервный банк (В2/В)****Привлекательное предложение конвертируемых облигаций**

**Опцион на акции Аэрофлота.** НРБ Александра Лебедева неожиданно предложил инвесторам очень непростой продукт – облигации банка, конвертируемые в акции Аэрофлота (AFLT). Условия следующие: объем порядка 200 млн долл., срок – пять лет, пут-опцион через три года, страйк американского колл-опциона на акции 125–130% текущей цены. Такая бумага выглядит абсолютно логичной для продавца: не секрет, что Александр Лебедев давно стремится расстаться со своим пакетом Аэрофлота, который, по нашей оценке, составляет приблизительно 15,5% акций компании. Соответственно, такие бонды позволяют НРБ привлечь деньги по ставке ниже рыночной, а Лебедеву – продать часть акций (при условии роста их цены). Вопрос, таким образом, заключается в том, стоит ли в этом участвовать инвесторам.

**Пятилетние бонды.** По нашей крайне приблизительной оценке, американский колл-опцион на Аэрофлот со страйком 125–130% на срок пять лет должен стоить порядка 20% от номинала. Эта стоимость будет содержаться в цене размещаемого бонда. Маркетинговый диапазон купона по новой бумаге составляет 4,25–5%, и пока мы возьмем за основу худший для инвесторов случай – 4,25%. Понятно, что бумага будет размещаться по номиналу, что за вычетом премии за колл-опцион (20%) даст нам 80% как цену бумаги без опциона. Премия в 20%, разложенная на пять лет, даст доходность на уровне 4% годовых, что вместе с купоном 4,25% суммируется в доходность 8,25% для «чистого» риска НРБ без колл-опциона на Аэрофлот. Учитывая рейтинг НРБ на уровне В2/В, мы оценили бы ее как слишком низкую, поскольку при текущей рыночной конъюнктуре мы теоретически могли бы ожидать долларовые пятилетние облигации банка на уровне 9%. Таким образом, при оценке конвертируемых облигации НРБ на срок пять лет мы считали бы более справедливым купон на уровне 5%, то есть на верхней границе диапазона.

**Но в нем же есть пут-опцион!** Напомним, что инвесторы могут продать бумагу банка по 100% от номинала через три года. В этой ситуации премия за опцион раскладывается уже на три года, и в результате даже при купоне 4,25% мы получаем эквивалентную доходность «чистой» бумаги НРБ на уровне порядка 11%, а это уже очень привлекательно, поскольку в реальной ситуации облигации НРБ должны были бы быть размещены на три года под 8,5%. Как всегда, пут-опцион выполняет свою основную функцию – ограничивает дюрацию бумаги при негативном сценарии (глубокое падение акций Аэрофлота, рост рыночных доходностей) и не ограничивает ее при позитивном развитии событий.

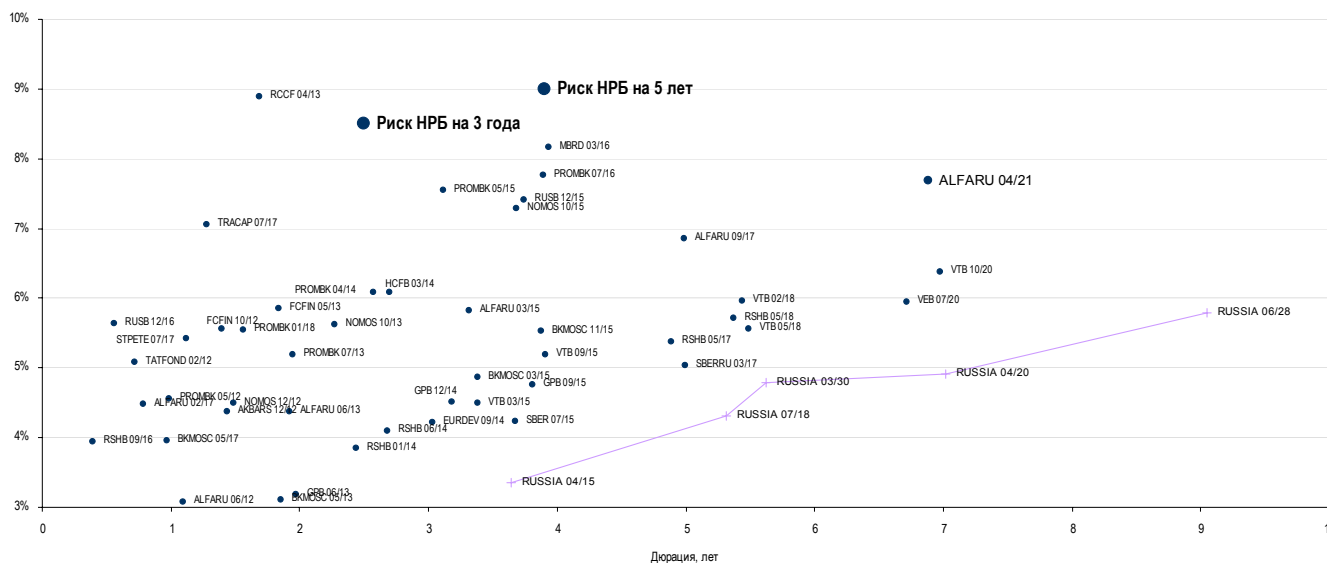
**Нам нравится эта история.** С точки зрения рынка акций Аэрофлот, цена которого составляет сейчас порядка 2,5 долларов за акцию, является одним из наших фаворитом с 40-процентным потенциалом роста на конец 2011 г. Именно это делает предложение НРБ спекулятивно привлекательным, поскольку, если наш прогноз цены акций Аэрофлота окажется справедливым, новые бонды НРБ будут торговаться выше 120% от номинала.

**Подведем итоги.** Пока нам неизвестен окончательный страйк колл-опциона, а также ставка купона новой бумаги, однако уже сейчас можно сказать, что верхняя граница объявленного диапазона (5%) выглядит неплохо, даже если полностью игнорировать наличие в выпуске НРБ трехлетнего пут-опциона. Последнее же существенно повышает привлекательность предложения банка. Наш положительный взгляд на перспективы акций Аэрофлота усиливает оптимизм, поэтому мы советуем инвесторам благосклонно взглянуть на новое размещение.

См. график на следующей странице.

## Предложение НРБ кажется нам интересным

Долларовые евробонды российских банков



Источники: Bloomberg

Дмитрий Дудкин, CFA, [dudkindi@uralsib.ru](mailto:dudkindi@uralsib.ru)

## Детский мир (NR)

### Внушающие оптимизм результаты за 2010 г.

**Выход на положительную чистую прибыль.** Детский мир, дочерняя компании АФК «Система», опубликовала результаты за 2010 г. по US GAAP. Минувший год можно назвать успешным для компании: за счет жесткого контроля над расходами она впервые с 2006 г. сумела получить чистую прибыль. Выручка по итогам года увеличилась на 8% до 20 млрд руб. (против снижения на 7% в 2009 г.), что тем не менее ниже темпов инфляции. Количество магазинов за год увеличилось на три до 131 при росте торговой площади всего на 0,5% до 214,5 тыс. кв. м. Благодаря увеличению доли прямых закупок (которое позволило компании повысить валовую рентабельность на 5,8 п.п. до 42,6%) и снижению операционных расходов на 12,5% Детский мир смог вновь зафиксировать положительный показатель OIBDA, который составил 1,25 млрд руб. против убытка в 1,65 млрд руб. годом ранее. Рентабельность по OIBDA достигла среднего для розничных компании значения, составив 6,2%, хотя даже до кризиса маржа компании не превышала выше 2%. Более чем двукратное снижение величины долга и процентных ставок позволило компании снизить процентные расходы на 31,3%, что способствовало выходу чистой прибыли в положительную зону (33 млн руб.), тогда как в позапрошлом году Детский мир понес чистый убыток (3,2 млрд руб.).

**Двукратное снижение долга благодаря появлению Сбербанка среди акционеров.** В декабре прошлого года Сбербанк внес 3,4 млрд руб. в капитал Детского мира в обмен на 25%+1 акцию последнего, и за счет этих средств компания смогла существенно снизить уровень своего финансового долга. Совокупный долг Детского мира сократился на 52,5% до 3,7 млрд руб., а показатель Долг/OIBDA достиг вполне умеренного значения 3,0 против 21,5 в 2008 г. (в 2009 г. OIBDA компании была отрицательной). Что касается временной структуры долга, на его краткосрочную часть приходится 37%. В 2011 г. компании предстоит погасить обязательства на 0,8 млрд руб. при запасе у нее денежных средств на начало этого года в размере 1,4 млрд руб. Кроме того, операционная деятельность, похоже, начинает приносить компании все большие денежные потоки, хотя в отсутствие полной отчетности сложно оценить, насколько постоянными эти поступления могут быть в будущем. Показатель OIBDA/Процентные расходы наконец превысил 1, однако все еще остается ниже комфортного уровня.

### Основные финансовые показатели Детского мира, млн руб.

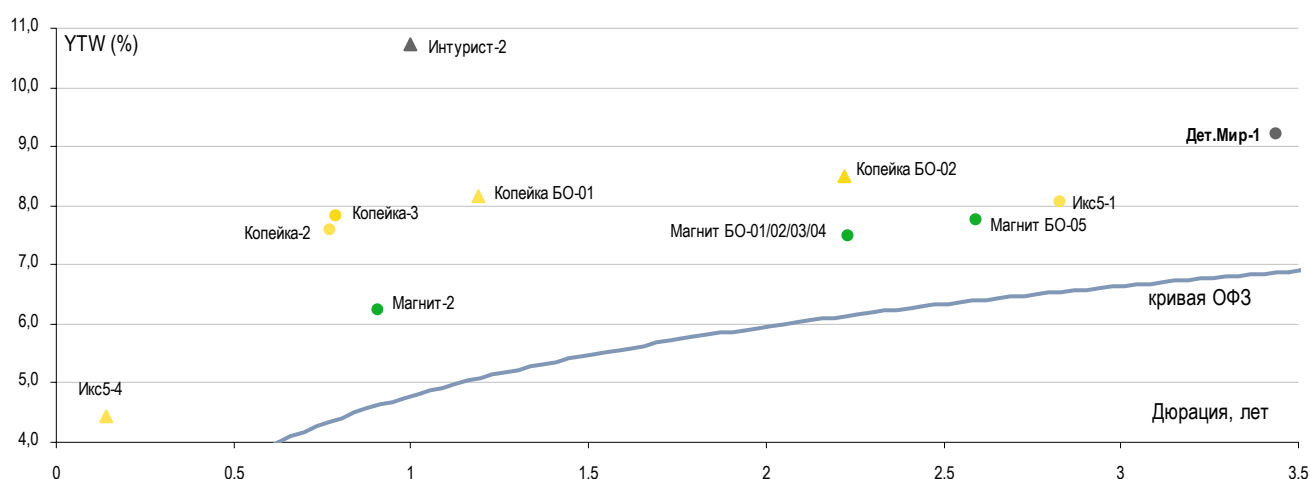
US GAAP	2008	2009	2010	Изм. за год, %
Выручка	19 934	18 545	20 023	8,0
OIBDA	331	(1 645)	1 250	-
Чистая прибыль	(1 252)	(3 247)	33	-
Совокупный долг	7 117	7 882	3 748	(52,5)
<i>Денежные средства</i>	661	510	1 408	176,1
Чистый долг	6 456	7 372	2 340	(68,3)
Собственный капитал	175	(3 072)	1 635	153,2
Активы	12 861	н.д.	н.д.	-
<i>Коэффициенты</i>				
Норма OIBDA, %	1,7	отр.	6,2	
OIBDA/Процентные расходы	0,8	отр.	1,8	
Долг/OIBDA	21,5	отр.	3,0	
Чистый долг/OIBDA	19,50	отр.	1,87	
Долг/Собственный капитал	40,7	отр.	2,3	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**Облигации предлагают привлекательную доходность с учетом наличия гарантии.** В целом отчетность показала заметные улучшения, произошедшие в финансовом профиле Детского мира. Одним из слабых мест мы считаем необходимость погашения 67% долга в течение текущего и следующего года, однако это сглаживается наличием у компании двух сильных акционеров (контрольный пакет находится у АФК «Система»). Выпуск ДетМир-1 котируется в настоящее время с доходностью порядка 9,2% на 50 мес., что предполагает премию к кривой ОФЗ в размере около 240 б.п. и в размере 120 б.п. к рублевым бондам Системы. На наш взгляд, премия завышена – с учетом улучшения финансового профиля компании, а также наличия гарантии от города Москвы на тело облигации. Правда, основной проблемой бумаги является ее низкая ликвидность.

### Облигации предлагают привлекательную доходность с учетом наличия гарантии

Облигации розничных компаний по состоянию на 20 апреля 2011 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Надежда Мырсыкова, myrsikovannv@uralsib.ru

## Интегра (NR)

### Хорошие показатели, но выпуск малоинтересен

**Постепенное восстановление бизнеса.** Вчера Интегра отчиталась за 2010 г. по МСФО. В целом результаты компании оказались лучше наших ожиданий, и это говорит о том, что стратегия нового руководства оказалось успешной. Поскольку компания в августе прошлого года продала бизнес по производству тяжелых буровых установок, а в апреле текущего – бизнес по производству оборудования для цементирования скважин, результаты этих подразделений были исключены из отчетности за 2010г., а результаты 2009 г. – скорректированы. На фоне восстановления спроса на нефтесервисные услуги выручка компании увеличилась на 13,5% до 793,7 млн долл. При этом выручка в сегменте бурения, исторически представляющего значительную часть бизнеса компании, увеличилась на 13,1% до 385 млн долл. В сегменте технологических сервисов продажи выросли на 25% до 191 млн долл., а в сегменте геологоразведки – на 13,2% до 223 млн долл.

**Рост рентабельности.** В прошлом году EBITDA Интегры увеличилась на 41% до 132 млн долл., что обеспечило рост рентабельности по EBITDA с 13% в 2009 г. до 17% в 2010 г. Основным фактором роста рентабельности стала программа сокращения затрат, которая позволила удержать от резкого роста основные статьи затрат – себестоимость (+3,5% до 637 млн долл.) и коммерческие и общехозяйственные расходы (+3,4% до 132 млн долл.). На этом фоне компании удалось получить положительную операционную прибыль в размере 8 млн долл. против операционного убытка в размере 54 млн долл. годом ранее. Денежный поток от основной деятельности в отчетном периоде уменьшился более чем в два раза по сравнению с показателем 2009 г. до 53 млн долл., причиной чему послужил рост оборотного капитала в условиях подъема бизнеса. В тоже время капвложения в прошлом году увеличились на 20,8% до 53 млн долл., в связи с чем свободный денежный поток в 2010 г. оказался практически нулевым.

**Долговая нагрузка продолжает снижаться, но есть риски роста в текущем году.** Совокупный долг по итогам 2010 г. снизился на 21,7% до 167 млн долл., а чистый долг на фоне роста денежных средств сократился на 36,4% до 112 млн долл. Поэтому на фоне роста операционной эффективности долговая нагрузка продолжила снижаться – по итогам прошлого года долг/EBITDA опустился до 1,3 с уровня 2,3 в 2009 г. Благодаря снижению доли краткосрочных обязательств до 22% улучшилась и структура долга. По словам руководства компании, в текущем году, в преддверии горячего сезона, чистый долг вырос до 170 млн долл., что не является критическим для компании уровнем, так как отношение чистый долг/EBITDA не должно выйти за пределы 1,5.

**Из-за низкой ликвидности выпуск малоинтересен.** Сейчас в обращении находится выпуск Интегра Финанс 02 с погашением в ноябре 2011 г., торгующийся с доходностью на уровне 7,5% и спредом около 360 б.п. к кривой ОФЗ, в то время как более длинные выпуск Альянс 03 и бумаги Башнефти предлагают премию к кривой ОФЗ в районе 250 б.п. и 160 б.п. соответственно. Облигации Интегра Финанс 02 выглядят довольно привлекательными, предлагая одну из самых высоких доходностей в нефтяной отрасли при данном уровне риска и коротком сроке до погашения. Однако из-за достаточно низкой ликвидности и отсутствия рейтингов выпуск может быть интересен лишь для инвесторов, терпимых к риску.

#### Рост выручки при увеличении рентабельности

Ключевые финансовые показатели ГК Интегра" по МСФО, млн долл.

	2009	9 мес.2010	2010	2010 / 2009, %
Выручка	699	616	794	13,5
EBITDA *	94	100	132	41,0
EBITDA, %	13	16	17	
Опер. ден. поток	118	37	53	(55,0)
Кап. инвестиции	44	36	53	20,8
Фин. долг	213	164	167	(21,7)
Чистый долг	175	116	112	(36,4)
Фин. Долг / EBITDA	2,3	1,6	1,3	
Чистый долг / EBITDA	1,9	1,2	0,8	

\* Скорректированная EBITDA

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru



## VimpelCom Ltd (BB/Ba2)

### Ожидавшийся негатив от S&P

**Снижение рейтинга на одну степень.** Международное агентство Standard & Poor's вчера снизило рейтинг ОАО «Вымпелком», российской «дочки» VimpelCom Ltd., до уровня «BB» с негативным прогнозом. Свое решение аналитики агентства объясняют тем, что увеличение долговой нагрузки ОАО «Вымпелком» до уровня 2,5–3 в терминах Долг/OIBDA после объединения VimpelCom Ltd. и Wind Telecom выходит за рамки категории «BB+». Также агентство отмечает риски рефинансирования полугодового промежуточного кредита на сумму 2,5 млрд долл., привлеченного VimpelCom Ltd. под гарантии ОАО «Вымпелком». Кроме того, по мнению аналитиков S&P, в ближайшее время ОАО «Вымпелком», вполне вероятно, придется оказывать поддержку более слабым предприятиям объединенной группы.

**Ситуация лучше, чем кажется на первый взгляд.** После объявления о завершении сделки по объединению VimpelCom Ltd. и Wind Telecom 15 апреля снижение рейтинга было предсказуемым, и этот шаг S&P не стал для участников рынка неожиданностью. Однако, по нашему мнению, присвоив рейтингу негативный прогноз, агентство чересчур критично оценило перспективы компании. Согласно нашим расчетам, долговая нагрузка объединенной компании по итогам 2011 г. опустится до уровня 2–2,3 в терминах Долг/OIBDA с примерно 2,5 на момент объединения, а положительный свободный денежный поток со следующего года позволит ОАО «Вымпелком» сокращать размер долга на 20% в год. Как следствие, совокупный долг компании к концу 2012 г. снизится до уровня примерно 20 млрд долл. при отношении Долг/OIBDA, равном 1,7.

#### Постепенное снижение долговой нагрузки

Прогноз ключевых финансовых показателей VimpelCom Ltd по US GAAP, млн долл.

	2007	2008	2009	2010П	2011П	2012П	2013П
Выручка	7 162	10 117	8 711	10 825	24 935	26 769	28 342
OIBDA	3 597	4 860	4 273	5 105	10 797	11 611	12 112
Чистая прибыль	1 463	524	1 122	1 712	2 632	3 306	3 950
OIBDA, %	50	48	49	47	43	43	43
Капитал	5 700	4 610	4 509	7 785	10 745	13 830	17 431
Краткосрочный долг	527	1 909	1 813	1 689	4 821	4 641	3 751
Долгосрочный долг	2 240	6 534	5 540	25 853	20 154	14 890	10 971
<b>Совокупный долг</b>	<b>2 767</b>	<b>8 443</b>	<b>7 353</b>	<b>27 542</b>	<b>24 975</b>	<b>19 531</b>	<b>14 722</b>
Денежный поток от операционной деятельности	3 038	3 422	3 513	3 846	6 459	7 331	7 982
Денежный поток от инвестиционной деятельности	(2 235)	(8 170)	(1 433)	(2 490)	(4 738)	(4 952)	(5 102)
Денежный поток от финансовой деятельности	(194)	4 744	(1 545)	(1 844)	(3 287)	(4 850)	(4 315)
Долг/OIBDA	0,8	1,7	1,7	5,4	2,3	1,7	1,2

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

**Длинные еврооблигации привлекательны.** Новость о завершении сделки по объединению VimpelCom Ltd. и Wind Telecom привела к довольно существенному снижению котировок эмитента и росту спредов к долларovým свопам. Так, спреды длинных Vimpelcom'18 и '21 за последние дни расширились в среднем на 40–50 б.п. до уровня около 380 б.п., тогда как спред MTS'20 (BB/Ba2/BB+) опустился до 340 б.п. С нашей точки зрения, длинные евробонды компании сильно перепроданы и выглядят очень привлекательно, о чем также свидетельствует сужение спредов бумаг компаний с более низкими рейтингами, таких как АЛРОСА(BB-/Ba3/BB-) и Северсталь (BB-/Ba3/B+), которые сейчас торгуются вблизи 340 б.п. и 360 б.п. соответственно.

Юрий Голбан, [golbanyv@uralsib.ru](mailto:golbanyv@uralsib.ru)  
 Константин Чернышев, [che\\_kb@uralsib.ru](mailto:che_kb@uralsib.ru)  
 Константин Белов, [belovka@uralsib.ru](mailto:belovka@uralsib.ru)

## НМТП (ВВ-/Ва1)

### Ожидаемо слабые результаты за 2010 г. по МСФО

**Падение выручки под влиянием внешних факторов.** Вчера НМТП опубликовал предсказуемо низкие финансовые показатели по МСФО за 2010 г., которые, впрочем, уже не представляют особой ценности, поскольку еще не консолидируют результаты ПТП и, соответственно, не позволяют точно оценить кредитный профиль компании после совершения сделки. На фоне снижения общего грузооборота в отчетный период на 5,7% (которое было отчасти вызвано введенным в III квартале прошлого года и действующим до сих пор запретом на экспорт зерна, а также изменением экспортных пошлин на нефть и нефтепродукты и конъюнктуры цен на металлы) выручка НМТП по итогам года снизилась на 5,9%. Падение EBITDA составило только 3,5% во многом благодаря снижению операционных (коммерческих, общехозяйственных и административных) расходов на 32%. Однако столь существенное снижение расходов было связано в основном с восстановлением ранее начисленных резервов. Таким образом, показанное в 2010 г. незначительное (+1,7 п.п.) повышение рентабельности, скорее всего, станет разовым явлением. В IV квартале норма EBITDA и вовсе оказалась рекордно низкой – всего 39,6% против 77,5% в III квартале. Чистая прибыль увеличилась на 2,5% год к году преимущественно за счет меньшего по сравнению с прошлым годом негативного эффекта от курсовых разниц.

**В высшей степени благоприятная структура долга и сильная ликвидная позиция...** В балансовой части отчета нас в первую очередь интересовали объем краткосрочного долга и ликвидная позиция НМТП. По состоянию на конец года объем долга, подлежащего погашению в течение 2011 г., составлял всего 15,9 млн долл. при запасе денежных средств, эквивалентов и депозитов со сроком погашения до 12 месяцев в размере 311,4 млн долл. На отчетную дату это соответствовало показателю Долг/EBITDA на уровне 0,8, и отношению Чистый долг/EBITDA, близкому к нулю. Для покупки ПТП компания привлекла кредит Сбербанка на 1,95 млрд долл. сроком на семь лет, из чего следует, что НМТП должен был потратить как минимум 203 млн собственных средств на покупку при общей стоимости сделки в 2,153 млн долл. Таким образом, после сделки у НМТП должно было остаться порядка 108 млн долл. денежных средств (без учета средств ПТП), а долговая нагрузка, согласно pro-forma, достигла 4,6.

**...что добавляет уверенности держателям еврооблигаций.** На следующий год компания запланировала капитальные затраты в размере около 200 млн долл., которые она, по нашей оценке, способна будет профинансировать за счет получаемой EBITDA. Таким образом, помимо кредита Сбербанка, единственной крупной задолженностью компании является выпуск еврооблигаций на 300 млн долл., срок погашения которого наступает раньше, что ставит держателей облигаций в приоритетное положение. С учетом уже имеющихся у компании 108 млн долл. денежных средств, а также потенциального размера EBITDA в 2011 г. (по нашей оценке, даже в условиях ухудшающейся конъюнктуры в текущем году НМТП, включая ПТП, получит не меньшую EBITDA, чем в прошлом) и запланированных капитальных расходов, компании вполне по силам будет обойтись без привлечения внешнего рефинансирования для погашения еврооблигаций. Кроме того, по ожиданиям менеджмента НМТП сможет снизить долговую нагрузку до 1,5–2,0 к 2013 г.

#### Основные финансовые показатели НМТП по МСФО, млн долл.

	2008	2009	3 мес.10	6 мес.10	9 мес.10	2010	Изм. за год, %
Выручка	654	675	176	348	499	635	(5,9)
ЕБИТДА	376	431	121	245	362	416	(3,5)
Чистая прибыль	96	252	84	156	233	258	2,5
							Изм. 2010 / 9 мес.10, %
Совокупный долг	505	455	456	447	327	321	(1,7)
Краткосрочный долг	42	130	135	132	28	16	(44,2)
Денежные средства	43	159	145	109	59	265	352,0
Чистый долг	463	296	311	338	268	56	(79,0)
Собственный капитал	615	817	927	865	965	989	2,5
Активы	1 206	1 362	1 475	1 473	1 369	1 383	1,0
<i>Коэффициенты</i>							
Рентабельность по EBITDA, %	57,5	63,8	69,2	70,3	72,5	65,5	
EBITDA/Процентные расходы	9,4	13,5	65,6	17,3	96,6	13,7	
Долг/EBITDA	1,3	1,1	3,3	1,0	0,7	0,8	
Чистый долг/EBITDA	1,2	0,7	2,3	0,8	0,6	0,1	
Долг/Собственный капитал	0,8	0,6	0,5	0,5	0,3	0,3	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**Нейтральный взгляд на еврооблигации.** Выпуск еврооблигаций NCSP '12 (YTM 3.68%) в последнее время стабильно котируется вблизи 103,5% от номинала, его котировки практически не отреагировали на недавнее снижение рейтинга компании на две ступени. По-видимому, у держателей облигаций (как и у нас), не возникает сомнений в его своевременном погашении. На текущих уровнях наше отношение к выпуску является нейтральным.

*Надежда Мырסיкова, myrsikovanv@uralsib.ru*

## КАЛЕНДАРЬ ПРЕДСТОЯЩИХ СОБЫТИЙ

### Долговой рынок

21 апреля	Размещение Татфондбанк-БО-02 (2 млрд руб.). Погашение ЕБРР-2 (5 млрд руб.). Погашение Связь-Банк-1 (2 млрд руб.). Погашение завод Арсенал-2 (0,3 млрд руб.).
22 апреля	Оферта Минплита-Финанс-1 (0,5 млрд руб.). Оферта Объединенные кондитеры-Финанс-2 (3 млрд руб.). Погашение завод Минплита-Финанс-1 (0,5 млрд руб.). Погашение ГАЗКОН-1 (30 млрд руб.).
25 апреля	Оферта Моссельпром Финанс-2 (1,5 млрд руб.). Оферта Мой Банк-5 (5 млрд руб.). Оферта Газпром нефть-4 (10 млрд руб.). Погашение Газпром-2011 (500 млн CHF). Погашение Сибирьтелеком-2011 (90 млн долл.).
26 апреля	Размещение ГС Сухого-БО-02 (3 млрд руб.). Размещение ГС Сухого-БО-03 (3 млрд руб.). Оферта Тензор-Финанс БО-1 (0,3 млрд руб.). Оферта Промтрактор-Финанс-3 (5 млрд руб.). Погашение Новые торговые системы-1 (1 млрд руб.). Погашение Глобэкс Финанс-1 (4 млрд руб.). Погашение Балтинвестбанк-1 (1 млрд руб.).
27 апреля	Погашение Внешэкономбанк-2 (2 млрд долл.).
28 апреля	Оферта ЧТПЗ-3 (8 млрд руб.).
29 апреля	Оферта Каспийская Энергия Финанс-1 (1 млрд руб.). Оферта Первобанк БО-01 (1,5 млрд руб.). Оферта Разгуляй-Финанс-5 (2 млрд руб.).

### Денежный рынок

25 апреля	Выплата акцизов и НДС
28 апреля	Выплата налога на прибыль
16 мая	Выплата страховых взносов
20 мая	Выплата 1/3 НДС за I квартал 2011 г.
25 мая	Выплата акцизов и НДС
30 мая	Выплата налога на прибыль

## КАЛЕНДАРЬ ОФЕРТ

Дата оферты	Выпуск	Объем выпуска, млн руб.	Цена оферты, %	Ставка предыдущег о купона, %	Новая ставка купона, %	Дата следующей оферты / погашения
22.04.11	Объединенные кондитеры-Финанс-2	3 000	100	15,0	10,5	18 апреля 2012
	Моссельпром Финанс-2	1 500	100	14,0	12,25	12 апреля 2012
25.04.11	Мой Банк-5	5 000	100	12,96	10,0	19 апреля 2012
	Газпром нефть-4	10 000	100	16,7	-	-
26.04.11	Тензор-Финанс БО-1	300	100	12,0	-	-
	Промтрактор-Финанс-3	5 000	100	18,0	18,0	1 августа 2011
28.04.11	ЧТПЗ-3	8 000	100	8,0	-	-
	Каспийская Энергия Финанс-1	1 000	100	15,8	-	-
29.04.11	Первобанк БО-01	1 500	100	10,0	-	-
	Разгуляй-Финанс 5	2 000	100	-	-	дефолт





















# Департамент по операциям с долговыми инструментами

## Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

## Управление продаж и торговли

### Руководитель управления

Сергей Шемардов, she\_sa@uralsib.ru

### Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggia@uralsib.ru  
Елена Довгань, dov\_en@uralsib.ru  
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru  
Дэниэл Фельцман, feltsmad@uralsib.ru

### Управление торговли

Андрей Борисов, bor\_av@uralsib.ru  
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru  
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru  
Дарья Сонюшкина, sonyushkinada@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

### Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

## Управление по рынкам долгового капитала

### Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru  
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

## Аналитическое управление

### Руководитель управления

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

### Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

### Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Надежда Мырסיкова, myrsikovav@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

### Стратегия/Политика

Крис Уифер, cwaefer@uralsib.ru  
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

### Экономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevwm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru  
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

### Английский язык

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,  
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru  
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru  
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

### Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru  
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru  
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

### Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

### Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru  
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

## Редакторская группа

### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru  
Степан Чургов, chugrovss@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2011