

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- **UST** во вторник – под влиянием «маркет-мейкеров» и ожиданий
- **Португалия** – новые обострения, внутренние ресурсы для покупки суверенных облигаций на исходе
- **Российские евробонды** – попытка дальнейшего роста была нивелирована очередным повышением ставок китайским ЦБ
- **Внешний фон** нейтрален для рынка российского долга
- **Renaissance Financial Holding Limited** проводит ряд встреч с инвесторами; ждем интересного предложения еврооблигаций ([стр. 2-3](#))

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- **Ликвидность** пополняется, сохраняя комфортный уровень ставок денежного рынка
- **Рубль** стабилен к корзине; заявления главы ЦБ скорее позитивны для национальной валюты
- **Рублевый рынок:** ралли не прекращается, Минфин дал рыночные ориентиры по аукциону **ОФЗ 26204**
- **МКБ** размещает облигации; условия интересны для вторичного рынка ([стр. 4-5](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- **МТС** нейтрально отчиталась по US GAAP за 2010 г.; еврооблигации на нынешних уровнях выглядят справедливо
- **X5** меняет стратегию развития и делает ставку на органический рост; умеренно позитивная новость для кредитного качества компании, однако сейчас облигации дороги
- **ЧТПЗ** после неудачной попытки провести IPO в начале года возвращается к этой идее; средства компании нужны, однако не решат всех проблем
- **ДТЭК:** сильная отчетность за 2010 год может привлечь инвесторов в евробонды компании; премия к Metinvest 15 необоснованна
- **ТГК-1** опубликовала нейтральную отчетность по МСФО за 2010 г.; ставка на рост в 2011 г.; облигации оценены справедливо ([стр. 6-10](#))
- **Евраз** планирует разместить новые евробонды и в случае успеха – выкупить **Evgraz 13** на сумму до USD350 млн. по цене от 109.5% до 111.5% от номинала. Цена определится по результатам голландского аукциона. Если заявка будет подана после 18 апреля и до 3 мая (дедлайн для любых заявок), выкуп будет производиться с дисконтом к указанной цене в 3% от номинала. С утра котировки подросли до 110.0%, а потому предложение привлекательно
- **Номос-Банк** установил ценовой диапазон для ближайшего IPO из расчета EV/BV в районе 1.4-1.6x. Считаю, что явно не завышенная оценка банка и помощь акционеров будет способствовать успеху размещения. При премии более 160 бп к Alfa-Bank 15 нам очень нравится евробонд **Nomos 15** (7.45%). Чуть менее интересен **Nomos 13** (5.80%).

СЕГОДНЯ

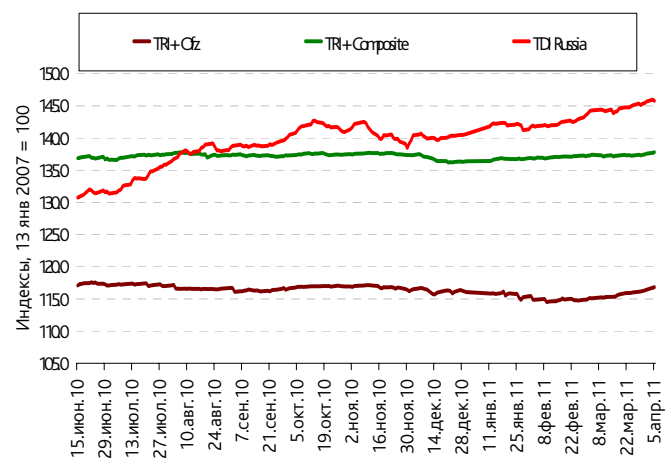
- Статистика **США:** запасы сырой нефти, бензина
- Статистика **еврозоны:** ВВП, производственные заказы Германии
- Размещение: **ОФЗ 26204**

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↓ 161.00	-3.00	5.00	-38.00
EMBI+ spread	↓ 253.77	-2.21	5.49	12.64
Russia 30 Price	↓ 116.75	- 2/8	+ 1/8	+ 1 1/8
Russia 30 Spread	↓ 117.20	-1.00	+9.80	-31.30
Russia 5Y CDS	↑ 123.94	+2.44	-2.40	-22.57
UST 10y Yield	↑ 3.489	+0.05	-0.05	+0.16
BUND 10y Yield	↑ 3.391	+0.02	+0.09	+0.47
UST 10y/2y Yield	↑ 267.1	+1	-15	-7
Mexico 33 Spread	↓ 225	-2	+8	-6
Brazil 40 Spread	↓ 133	-1	+229	+184
Turkey 34 Spread	↓ 265	-4	-21	+8
ОФЗ 26199	↓ 4.96	-0.26	-0.24	-1.28
Москва 50	↓ 4.65	-0.01	-0.87	-1.24
Мособласть 8	↓ 7.26	-0.30	-0.45	-1.26
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	0.00
МТС 3	↓ 7.01	-0.00	-0.43	-0.44
Руб / \$	↓ 28.311	-0.057	+0.140	-2.039
\$ / EUR	↑ 1.422	+0.000	+0.032	+0.087
Руб / EUR	↓ 40.165	-0.033	0.761	-0.322
NDF 1 год	↓ 4.050	-0.030	-0.240	-0.650
RUR Overnight	↑ 2.80	+0.0		
Корпчета	↓ 494	-56.30	-85.30	-394.30
Депозиты в ЦБ	↑ 928.3	+81.60	+221.70	+358.70
Сальдо опер. ЦБ	↑ 666.00	+77.20	+147.50	+729.80
RTS Index	↓ 2093.23	-0.17%	+3.37%	+18.09%
Dow Jones Index	↓ 12393.90	-0.05%	+1.47%	+6.20%
Nasdaq	↑ 2791.19	+0.07%	+0.92%	+3.70%
Золото	↑ 1452.13	+1.02%	+1.74%	+2.64%
Нефть Urals	↑ 117.64	+0.61%	+7.51%	+27.59%

TRUST Bond Indices

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↑ 253.28	0.17	2.76	7.71
TRIP Composite	↑ 236.55	0.20	0.55	2.36
TRIP OFZ	↑ 185.60	0.14	2.15	1.59
TDI Russia	↓ 228.47	-0.27	2.32	6.22
TDI Ukraine	↑ 229.32	0.13	4.81	7.02
TDI Kazakhs	↑ 187.54	0.25	1.55	5.67
TDI Banks	↓ 227.38	-0.15	2.76	6.60
TDI Corp	↓ 242.14	-0.36	2.56	7.44

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices




ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

UST во вторник – под влиянием «маркет-мейкеров» и ожиданий

Вторник выдался тяжелым для американского госдолга днем. Несмотря на значимые события в виде публикации протокола заседания комитета по операциям на открытом рынке ФРС 15 марта и заявления министра финансов Т. Гайтнера относительно ситуации с госдолгом, наиболее сильным движением цен UST обязаны незапланированному фактору. Примерно в 16:30 МСК на лентах агентств появился очередной комментарий Б. Гросса из PIMCO – одного из наиболее авторитетных управляющих, суть которого сводилась к тому, что UST при текущих уровнях цен не интересны для покупок.

Собственно, именно на этом факторе с момента заявления и вплоть до завершения основной торговой сессии в США UST продавались – доходность **UST10** выросла с 3.41% до 3.49%, где и остается на сегодняшнее утро.

Комментарий министра финансов США Т. Гайтнера, который напомнил об острой необходимости поднять, наконец, законодательно установленный потолок уровня госдолга, следует действительно рассматривать не более чем напоминание. Отсутствие напряженности на рынках в связи с данным заявлением показывает, что риск дефолта США в связи с этой ситуацией участники не рассматривают. Вместе с тем в вопросе повышения «потолка» госдолга еще не исключены задержки, поскольку межпартийное соглашение в Конгрессе относительно бюджета США на 2012 финансовый год пока не достигнуто.

Данная ситуация, безусловно, создает сложности для американского Минфина, которому в первом квартале в условиях ограниченной возможности заимствований через эмиссию UST (в связи с приближением к планке по госдолгу) уже приходилось «изворачиваться». В конце января он уменьшил [оценку заимствований](#) через рыночные инструменты на 1 квартал 2011 года на USD194 млрд. до USD237 млрд. «Урезание» компенсировалось за счет средств Минфина на его дополнительном счете в ФРС, который обслуживал одну из правительственных программ поддержки финансового сектора, запущенную в конце 2008 года.

Наряду с этим вчера ФРС опубликовала протокол заседания 15 марта. Собственно, еще одной причиной существенных продаж в UST вчера могли стать ожидания более агрессивной риторики членов ФРС. Документ оказался достаточно «мирным», но вместе с тем показал усиление «раскола» во мнениях относительно необходимости продолжения стимулирования экономики. В части ключевых вопросов – инфляционные ожидания остаются стабильными, поскольку ускорения базовой инфляции в экономике не происходит.

Пока мы не отмечаем существенных факторов для изменения нашего видения ситуации на рынке казначейских облигаций США. В качестве преобладающего диапазона доходности **UST10** в 2011 году мы видим коридор 3.20-3.60%.

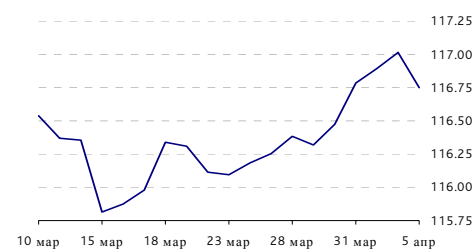
Португалия – новые обострения, внутренние ресурсы для покупки суверенных облигаций на исходе

Во вторник вечером агентство Reuters опубликовало заявление главы второго по величине публичного банка Португалии, заявившего о необходимости предоставления бридж-финансирования в объеме до EUR15 млрд. От решения данного вопроса будет напрямую зависеть возможность национальных банков обеспечивать первичный спрос на аукционах по размещению суверенных долговых бумаг. Таким образом, вероятность привлечения помощи извне до парламентских выборов 5 июня неуклонно растет. Согласно [плану](#) аукционов по размещению суверенного долга, только за счет эмиссии краткосрочных бумаг до 15 июня страна намерена привлечь до EUR7 млрд. Как раз сегодня пройдет аукцион по двум выпускам краткосрочных бумаг совокупным предложением до EUR1 млрд.

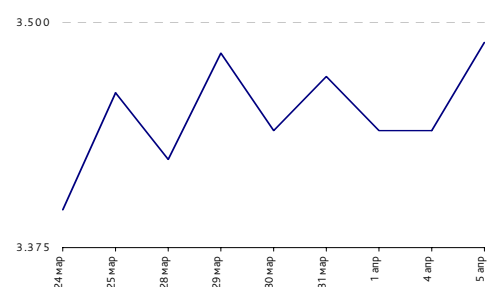
Российские евробонды – попытка дальнейшего роста была нивелирована очередным повышением ставок китайским ЦБ

На вчерашнее утро внешний фон складывался преимущественно в пользу продолжения покупок в российском евродолге. Собственно, такая тенденция и складывалась в начале торгов. Обнародованное решение ЦБ Китая об очередном этапе повышения ставок обусловило охлаждение спроса на риск emerging markets. В итоге суверенный евробонд **Russia 30** на закрытие стоил 116.75% от номинала против 116.9% в понедельник. Цена закрытия вторника соответствовала доходности 4.68%. Спред к **UST10** в сравнении с понедельником практически не изменился, составив около 117 бп.

Russia 30 (Price)



US Treasuries 10 Year (YTM)





Внешний фон нейтрален для рынка российского долга

Внешний фон накануне открытия российских торгов преимущественно нейтрален. Фьючерсы на фондовые индексы США находятся в пределах уровней вчерашнего закрытия индексов, индекс доллара (DXY) незначительно снижается – последнее отражает вялый рост спроса на риск. Азиатские фондовые рынки закрываются с небольшим снижением. Нефть Brent остается выше USD120/барр. Агрегированный взгляд – ничего примечательного для категоричных «за» или «против» покупок.

Renaissance Financial Holding Limited (B1/B+/B) проводит ряд встреч с инвесторами; ждем интересного предложения еврооблигаций

По данным Bond Radar, Renaissance Financial Holding Limited (RFHL), материнская компания инвестиционного банка «Ренессанс Капитал», с 7 апреля проводит ряд встреч с инвесторами для последующего выпуска еврооблигаций. Параметры предложения пока не известны.

Для ориентира мы советуем обратить внимание на еврооблигации розничного банка «Ренессанс Кредит», которые на данный момент предлагают доходность YTM 9.60% к погашению через 2 года. Отметим, что на фоне публикации позитивных финансовых результатов за 2010 год по МСФО котировки бумаг за последние пару дней выросли более чем на фигуру.

Принимая во внимание особенности инвестиционного бизнеса, а также негативные показатели P&L банка «Ренессанс Капитал» за 2010 г., мы считаем, что параметры выпуска еврооблигаций RFHL не должны уступать в доходности долгу розничного банка. Напомним, что осенью прошлого года Ренессанс Капитал разместил рублевые бумаги со ставкой купона 10.50%, или YTP 10.78% к оферте осенью 2012. Однако бумага не торгуется на вторичном рынке, что не позволяет судить о рыночной оценке долга.

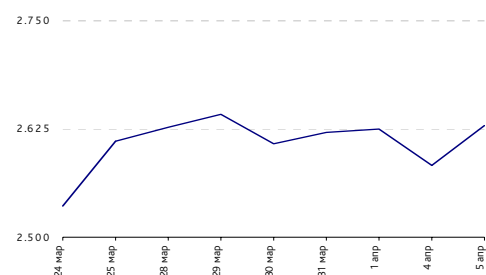
Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru

☎ 647-23-59

Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 647-23-64

Brazil 40 (YTM)





ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Ликвидность пополняется, сохраняя комфортный уровень ставок денежного рынка

Ликвидность продолжает поступать в платежную систему. Вчера «копилка» пополнилась на RUB48.4 млрд., RUB19.7 млрд. из которых – на корсчета (до RUB513.7 млрд.), а RUB28.7 млрд. – на депозиты (до RUB957.0 млрд.). В результате всех операций произошло восстановление чистого запаса ликвидности до RUB1.65 трлн. Около 90% этих средств находится на наиболее ликвидных корсчетах и депозитах, и этого объема вполне достаточно, чтобы не привлекать дополнительное финансирование под предстоящие на этой и следующей неделе аукционы ОФЗ. Осознавая это, участники рынка предпочли вчера не использовать средства Минфина на депозитном аукционе. Мы ожидаем, что до конца недели ситуация с ликвидностью останется комфортной, обеспечивая приемлемые ставки.

Сделки по привлечению средств на рынке [межбанковских кредитов](#) на 1 день вчера проходили преимущественно по 2.85-3.15%, отдельные сделки днем можно было увидеть и по 3.25%, вечером – по мере ослабления торговой активности – ставки снизились до ставших уже привычными 2.85%. Очередной приток ликвидности несколько «успокоил» сегмент междилерского РЕПО, где ставки на 1 день под залог [под залог ОФЗ](#) и облигаций [1-го эшелона](#) незначительно снизились – в среднем до 3.57% (-1 бп) и 3.48% (-2 бп) соответственно. Низкая активность в секции рубль-доллар расчетами завтра на валютном рынке (вчера торговые обороты упали до нехарактерно низких для этого сегмента USD2.0 млрд. против USD3.5-4.5 млрд. обычно) транслировалась в сохранение низких ставок на рынке [валютных свопов](#) – 2.5-2.7% на закрытие.

Рубль стабилен к корзине; заявления главы ЦБ скорее позитивны для национальной валюты

Рубль по отношению к бивалютной корзине во вторник торговался не дороже, чем накануне. С открытия по RUB33.64 стоимость бивалютной корзины уже к обеду достигла дневного максимума RUB33.71, но к окончанию торгов откатилась до RUB33.67, что лишь на 1 копейку ниже предыдущего закрытия.

Сегодня валютный рынок будет находиться под давлением со стороны высказываний главы ЦБ Сергея Игнатьева и опубликованной накануне статистики по платежному балансу. Стремление ЦБ удержать инфляцию в диапазоне 6.0-7.0% говорит в пользу рубля, между тем, большие покупки валюты Банком России, продолжающийся отток капитала вкупе с зафиксированным сжатием текущего счета играют против национальной валюты. Допуская, что ухудшение платежного баланса уже заложено в ожиданиях рынка, а решительность ЦБ в отношении борьбы с инфляцией сейчас превалирует в глазах участников рынка над прочими факторами, мы полагаем, что вчерашние новости, скорее, помогут российской валюте укрепиться.

Ухудшение статистики по платежному балансу пока не находит отражения в восприятии участниками рынка рублевых рисков – [трехмесячные ставки NDF](#) «залипли» на уровне 3.10-3.17% уже третий день подряд.

Рублевый рынок: ралли не прекращается, Минфин дал рыночные ориентиры по аукциону ОФЗ 26204

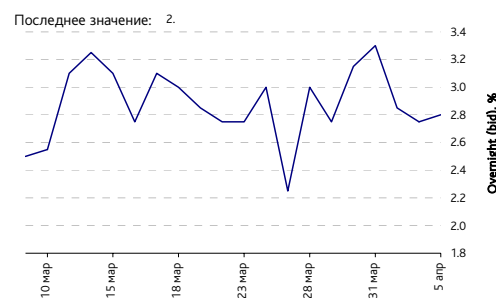
Ситуация на рублевом рынке облигаций в сегменте ОФЗ последние несколько дней не меняется – покупки вдоль всей суверенной кривой с преобладающей активностью в средних сроках (на дюрации 3-6 лет). Ориентир доходности Минфина, озвученный накануне сегодняшнего аукциона [ОФЗ 26204](#) (RUB 20 млрд.), составляет 7.60-7.70%. Рыночные доходности по бумаге с открытия торгов находятся в пределах 7.60-7.65%, так что формально можно говорить о премии. В размещении всего предложенного объема сегодня сомневаться не приходится.

Покупки в первом и втором эшелонах также продолжились – в последнем спрос на выпуски телекомов не ослабевает: **МТС-8** вырос на 13 бп по цене.

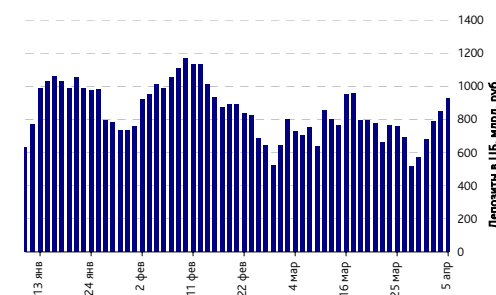
МКБ (B1/NR/B+) размещает облигации; условия интересны для вторичного рынка

Вчера Московский Кредитный Банк открыл книгу заявок на покупку биржевых облигаций 4-й серии на сумму RUB5 млрд. Срок обращения составит 3 года, предусмотрена оферта через 1.5 года. Ориентир по купону находится в диапазоне 8.25-8.50%. Инвесторы смогут принять участие в размещении до 13 апреля 2011 г.

Ставка overnight (максимум, bid)



Депозиты в ЦБ РФ





Предложенные условия обеспечивают доходность УТР 8.42-8.68% к оферте. Нижняя граница диапазона вполне соответствует кривой обращающихся выпусков МКБ и даже обуславливает некоторую премию. Так, наиболее ликвидный выпуск **МКБ БО-1** торгуется с доходностью УТР 8.30% к оферте через 2 года, а **МКБ-6, 7** предлагает УТМ/УТР 7.60-8.00% в диапазоне чуть больше года. В случае сохранения благоприятной рыночной конъюнктуры мы не исключаем понижения ориентиров. Однако обращаем внимание, что с фундаментальной точки зрения бумаги перекуплены и предполагают премию к бумагам 1-го эшелона не выше 100-150 бп.

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru

☎ 789-35-94

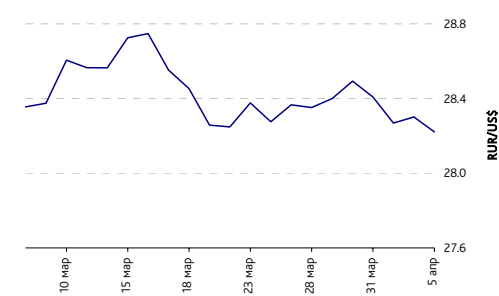
Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 647-23-64

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru

☎ 647-23-59

Курс рубль/доллар





ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ

МТС (Ba2/BV/BV+) нейтрально отчиталась по US GAAP за 2010 г.; еврооблигации на нынешних уровнях выглядят справедливо

Вчера последний из операторов «Большой тройки» опубликовал отчетность по US GAAP.

КОММЕНТАРИЙ

В годовом выражении операционные показатели МТС продемонстрировали стабильный рост: выручка увеличилась до USD11.3 млрд. (+14.5% к 2009 г.), EBITDA – до USD4.9 млрд. (+10.5% к 2009 г.). Однако в 4К прошлого года наблюдалось существенное замедление основных показателей. Компания, отчитываясь последней из операторов «Большой тройки», лишь подтвердила усиление конкуренции в отрасли. Рост затрат на маркетинг и продажи привел к падению EBITDA в 4К по сравнению с 3К 2010 г. В результате рентабельность по EBITDA по итогам года также снизилась до 43% (45% в 2009 г.), а в 4К этот показатель и вовсе опустился ниже 40%.

Немалое давление на совокупную рентабельность оказывает и розничный сегмент бизнеса МТС, а именно продажи модемов и коммуникаторов, которые в 2010 г. увеличились почти в 2 раза (выручка от их продажи в 2009 г. – USD350 млн., в 2010 г. – около USD700 млн.).

В 2011 г. менеджмент МТС планирует сохранить темп роста выручки на уровне 10% при сохранении рентабельности по EBITDA около 44%. Компания ожидает, что главными драйверами роста рентабельности станут большее проникновение сети 3G, что в свою очередь приведет к росту выручки от передачи данных, а также снижение дилерских комиссий за счет уменьшения совокупных подключений. Капитальные затраты на 2011 г. будут на уровне 22-24% от выручки.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ МТС

US GAAP, USD млрд.	2009	9М 10	2010	4К 10/3К 10	10/09
Выручка	9.9	8.3	11.3	2.9%	14.5%
EBITDA	4.4	3.7	4.9	-11.0%	10.5%
Чистая прибыль	1.0	1.2	1.4	-45.8%	36.1%
Чистый операц. денежный поток	3.6	2.7	3.6	-17.0%	0.7%
Капвложения и M&A	1.9	0.7	1.9	358.0%	-1.4%
Свободный денежный поток	1.6	2.0	1.7	-139.1%	3.2%
Совокупный долг	8.3	6.5	7.1	10.4%	-14.4%
Краткосрочный долг	2.0	1.5	0.8	-48.2%	-62.6%
Денежные средства и эквиваленты	2.5	2.2	0.9	-57.1%	-63.3%
Активы	16	14	14	0.2%	-8.2%
Показатели					
EBITDA margin	45%	45%	43%		
EBITDA/проценты	7.7	5.9	6.3		
Долг/EBITDA*	1.9	1.3	1.5		
Чистый долг/EBITDA*	1.3	0.9	1.3		
Долг/Собственный капитал	1.9	1.5	1.7		

* EBITDA за последние 12 месяцев

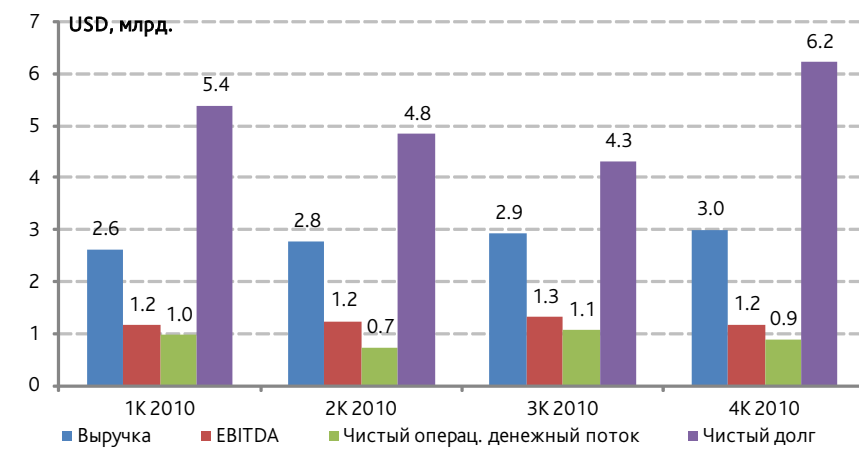
Источники: данные компании, расчеты НБ «Траст»

Ситуация с долгом у МТС остается стабильной: в октябре компания успешно погасила еврооблигации на USD400 млн., а в ноябре разместила 2 выпуска рублевых бумаг совокупным объемом RUB25 млрд. В результате структура кредитного портфеля эмитента несколько улучшилась: на его долгосрочную часть приходится около 88% долга. Напомним также, что МТС придерживается политики хеджирования валютных рисков, поэтому основным источником долгового финансирования для компании являются рублевые заимствования. Так, по итогам 4К 2010 г. доля рублевого долга достигла 77% (66% в 3К 2010 г.).

Совокупный долг МТС относительно 2009 г. снизился на 14%, долговая нагрузка находится на комфортном уровне, показатель «Чистый долг/EBITDA» на конец 2010 г. составил 1.3х.



ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ОСНОВНЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ МТС



Источники: данные компании, расчеты НБ «Траст»

Еврооблигации МТС на текущих уровнях выглядят справедливо. Мы ожидаем, что спред между длинными **MTS 20** и кривой еврооблигаций ВымпелКома будет сохраняться на уровне 50 бп в ближайшие месяцы до завершения сделки последнего с Wind Telecom.

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

ТОРГОВЛЯ

X5 (B1/B+/-) меняет стратегию развития и делает ставку на органический рост; умеренно позитивная новость для кредитного качества компании, однако сейчас облигации дороги

По данным газеты «Коммерсант», крупнейший российский ритейлер – X5 Retail Group – после назначения новым CEO Андрея Гусева меняет стратегию развития и отказывается от крупных M&A сделок в пользу органического роста. По словам представителей компании, теоретически возможны лишь покупки очень небольших представителей потребительской торговли, однако основной приоритет – быстрое развитие и открытие собственных магазинов по бизнес-модели Магнита.

Наконец, крупнейший акционер ритейлера - «Альфа-групп» - рассчитывает в течение двух лет объединить X5 с профильным иностранным игроком, например немецкой Metro или турецкой Migros.

КОММЕНТАРИЙ

После серии многочисленных покупок крупнейших российских розничных сетей (Копейка, Патэрсон, Меркадо, Карусель) долговая нагрузка X5 кратно выросла и сейчас достигает 3.6-3.8x по показателю «Чистый долг/ЕБИТДА». Динамичная экспансия, хотя и укрепила первое место ритейлера на российском рынке по выручке, существенно размывала кредитное качество компании и опустила ее кредитные рейтинги до уровня категории single-B.

Мы считаем, что ставка на прежнюю стратегию довела бы долговую нагрузку до опасных уровней и затруднила бы доступ компании к кредитным рынкам на привычных для нее условиях. Мы с удовлетворением отмечаем, что спад M&A активности должен приостановить дальнейшее снижение рейтингов, которого мы не исключали в 2011-2012 гг. Насколько мы понимаем, планка в 4.0x для «Чистый долг/ЕБИТДА» стала своеобразной психологической отметкой для руководства компании, а, кроме того, это наложило на явные операционные достижения Магнита в 2010-2011 гг., который по кредитному качеству обошел X5.

По нашему мнению, новость имеет среднесрочный позитивный эффект для X5 как публичного заемщика, и говорить об улучшении кредитного качества холдинга, как о факте, мы бы стали после того, как левверидж ритейлера опустится ниже 2.5x. Насколько мы понимаем, возможность объединения X5 с крупным иностранным игроком не является первым пунктом на повестке развития компании и к тому же вполне может допускать лишь создание СП или стратегического альянса, а не слияние как таковое. Поэтому влияние данного заявления мы оцениваем пока нейтрально.



Остается добавить, что облигации X5 после ухудшения кредитоспособности эмитента смотрятся откровенно дорого и, на наш взгляд, не имеют никаких фундаментальных оснований для того, чтобы торговаться без премии к кривой Магнита даже с учетом отсутствия рейтингов у последнего. Выпуск X5-1 (8.00%) перекуплен как минимум на 40-50 бп с точки зрения доходности.

Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru
☎ 647-23-60

МЕТАЛЛУРГИЯ

ЧТПЗ (NR) после неудачной попытки провести IPO в начале года возвращается к этой идее; средства компании нужны, однако не решат всех проблем

Вчера агентство «Интерфакс» сообщило о том, что ЧТПЗ вновь планирует провести IPO. Компания настроена повторить неудавшуюся в январе попытку и в конце апреля – середине мая разместить акции. Начало road-show намечено уже на следующую неделю. Диапазон оценки, согласно источникам, не изменился, таким образом, ЧТПЗ может привлечь USD470-620 млн., помимо средств, которые хотят выручить основные владельцы трубной компании (Андрей Комаров и Александр Федоров, владеющие в совокупности более 80% капитала).

КОММЕНТАРИЙ

Мы считаем, что проблема необходимости в ликвидных средствах не была снята с повестки ЧТПЗ, а потому IPO пришлось бы кстати. В то же время сложно гарантировать, что инвесторы, однажды не купившие акции компании, захотят это сделать на этот раз. Риск же того, что при неудачном IPO идею разместить акции придется отложить на долгий срок, довольно высок.

Напомним, что при планах привлечь в компанию до RUB17.5 млрд. только краткосрочный долг ЧТПЗ на конец 1П 2010 года составлял вдвое больше – RUB38.4 млрд. В связи с этим мы считаем, что кредитное качество улучшилось бы только отчасти: за счет разгрузки краткосрочного долга. В то же время зависимость от постоянного рефинансирования со стороны госбанков вряд ли существенно снизится, а потому мы не меняем своего мнения о проблемном положении ЧТПЗ.

Вероятно, долговой рынок также скептически в отношении возможного IPO, а потому не очень ликвидный ЧТПЗ БО-1 не прореагировал на новость – как и в январе при объявлении о первой попытке размещения. Мы считаем, что поскольку ЧТПЗ за счет рефинансируемых средств ни разу не давал участникам рынка повода опасаться рисков банкротства, цена облигационного выпуска до своего погашения будет плавно стремиться к номиналу.

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

ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА

ДТЭК (B2/NR/B): сильная отчетность за 2010 год может привлечь инвесторов в евробонды компании; премия к Metinvest 15 необоснованна

КОММЕНТАРИЙ

Справка. ДТЭК – Донбасская Топливо-Энергетическая Компания. Крупнейшая на Украине вертикально интегрированная компания, концентрирующаяся на добыче энергетического угля, генерации и распределении электроэнергии. Весь бизнес сконцентрирован в 4 восточных областях Украины. На 100% контролируется холдингом Рината Ахметова – Система Кэпитал Менеджмент.

Вчера ДТЭК опубликовала отчетность по МСФО за 2010 год. Результаты отражают крепкое положение компании на украинском рынке, а также стабильный бизнес в энергетическом и угледобывающем сегментах. Предоставленные цифры выглядят позитивно: долговая нагрузка вполне консервативна, денежные потоки и рентабельность высоки (см. диаграмму).

По многим операционным показателям и эффективности производства предприятия ДТЭК – лидеры в сравнении с конкурентами. Мы считаем, что благодаря этому компания сможет и в дальнейшем демонстрировать высокие финансовые показатели. Даже довольно амбициозные планы по



инвестпрограмме не должны, по нашему мнению, оказать критическую нагрузку на денежные потоки компании. В планах – увеличить ежегодные капитальные вложения практически вдвое по отношению к 2010 году уже через три года (USD280 млн. в 2010 году, план на 2011 – USD370 млн., 2012 – USD490 млн., 2013 – USD570 млн.).

Размещенный год назад выпуск еврооблигаций **DTEK 15** сейчас предлагает премию к **Metinvest 15** около 50 бп. Мы считаем, что ДТЭК имеет не менее крепкое кредитное качество, а потому опережающий рост выпуска металлургического холдинга скорее отражает более позитивную внешнюю конъюнктуру на рынках стальной продукции. Кроме того, после размещения **Metinvest 18** инвесторы, вероятно, обратили внимание и на более короткий выпуск Метинвеста, «забыв» про ДТЭК. Мы считаем, что бонды энергетического холдинга имеют все шансы вырасти до уровней доходности Метинвеста.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ДТЭК

МСФО, USD млн.	2007	2008	2009	2010
Выручка	1,776	2,452	1,924	3,060
ЕБИТДА	546	636	398	700
Чистая прибыль	236	22	110	360
Чистый операционный денежный поток	299	547	275	407
Капвложения и приобретение ДЗО	425	328	243	315
Свободный денежный поток	107	219	32	129
Совокупный долг в т.ч.	386	485	558	691
<i>Краткосрочный долг</i>	316	356	457	125
Денежные средства и эквиваленты	73	77	93	213
Активы	2,654	2,347	2,549	3,221
Показатели				
ЕБИТДА margin	30.7%	25.9%	20.7%	22.9%
ЕБИТДА/проценты (x)	20.6	9.8	5.9	9.5
Долг/ЕБИТДА (x)	0.7	0.8	1.4	1.0
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	0.6	0.6	1.2	0.7
Долг/Собственный капитал (x)	0.3	0.4	0.4	0.4

Источник: данные компании, НБ «Траст»

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

ТГК-1 (NR) опубликовала нейтральную отчетность по МСФО за 2010 г.; ставка на рост в 2011 г.; облигации оценены справедливо

Вчера вечером подконтрольная Газпрому ТГК-1 опубликовала финансовую отчетность по международным стандартам за 2010 г.

КОММЕНТАРИЙ

С операционной точки зрения показатели компании выглядят неплохо: рост выручки составил более 30%. Снижение ЕБИТДА относительно 2009 г. связано в первую очередь с маловодностью рек и ростом доли тепловых электростанций в общей выработке компании. Из-за этого рентабельность по ЕБИТДА ТГК-1 снизилась до 23% с 32% в 2009 г. Рост выручки всех генерирующих компаний в этом году связан в основном с увеличением доли продаж электроэнергии на свободном рынке, а также с ростом цен на электроэнергию из-за аномальных погодных условий.

Компания ожидает низкой водности рек и в 2011 г., но планирует ввод новых мощностей на 660 МВт.

Ситуация с долговой нагрузкой компании несколько ухудшилась: совокупный долг увеличился более чем на 50%, что при некотором снижении ЕБИТДА привело к росту показателя «Чистый долг/ЕБИТДА» до 1.8x. С другой стороны, этот показатель является одним из самых низких среди ТГК, поэтому его рост мы оцениваем как некритический.

Одной из немаловажных черт кредитного качества ТГК-1 является ее сильная структура акционеров: контрольный пакет принадлежит Газпрому, а блокирующий – финскому энергохолдингу «Фортум». Именно с этим связана относительная дороговизна публичных долговых обязательств компании. Рублевые облигации ТГК-1 исторически торгуются на одном уровне с бондами Мосэнерго, хотя у последней есть кредитный рейтинг от S&P, и 2 ее выпуска включены в ломбардный список.

На данном уровне бонды ТГК-1 выглядят справедливо оцененными, однако более длинные облигации не слишком ликвидны, а более короткие – имеют дюрацию около полугода, что не дает возможности сыграть на курсовом росте.



КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТГК-1

МСФО, RUB млрд.	2009	9М 10	2010	10/09	4К 10/3К 10
Выручка	41.3	36.8	54.1	31%	79%
<i>Электроэнергия</i>	22.3	21.7	31.1	39%	19%
<i>Тепло</i>	18.0	14.7	22.3	24%	395%
ЕБИТДА	13.2	5.6	12.6	-5%	
Чистая прибыль	8.5	2.4	7.0	-18%	
Чистый операц. денежный поток	1.9	3.9	4.2	116%	-51%
Капвложения и М&А	13.9	8.3	13.4	-4%	70%
Свободный денежный поток	-12.0	-4.4	-9.2		
Совокупный долг	15	19	23	54%	20%
Краткосрочный долг	5.6	5.9	6.9	23%	18%
Денежные средства и эквиваленты	0.6	0.4	0.3	-52%	-37%
Активы	99	105	114	15%	8%
Показатели					
ЕБИТДА margin	32%	15%	23%		
ЕБИТДА/проценты	59	55	103		
Долг/ЕБИТДА*	1.1	1.5	1.8		
Чистый долг/ЕБИТДА*	1.1	1.5	1.8		
Долг/Собственный капитал	0.2	0.3	0.3		

* ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источники: данные компании, расчеты НБ ТРАСТ

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



Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон, %	Лет до погашения/оферта	УТМ / УТР, %
Группа ЛСР-360	2000	9.5	3	9.73
МДМ Банк-260	5000	8.15	3	8.32
БНП ПАРИБА-1	2000	7.7	3	7.85
Почта России-1	7000	8.25	5 / 3	NA / 8.42
ОТП Банк-2	2500	8.25	3	8.42
ЮТЭйр-Финанс-460	1500	9	3	9.31
ЮТЭйр-Финанс-560	1500	9	3	9.31
Внешэкономбанк-9	15000	7.9	10 / 5	NA / 8.06
Волга-Спорт-1	1400	9.75	11	9.29
АИЖК-18	7000	8	12 / 5	NA / 8.24

Налоговые выплаты

Дата	Налог
15 апреля	Страховые взносы во внебюджетные фонды
20 апреля	НДС
25 апреля	НДПИ и акцизы
28 апреля	Налог на прибыль

Ближайшие выпуски

Ориентир. Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/оферта
12 апр 11	Иркутскэнерго-160	3000	TBD	3
14 апр 11	Первобанк-260	1500	TBD	3
14 апр 11	Куйбышевгазот-Инвест-4	2000	TBD	5 / 3
15 апр 11	ВЭБ-Лизинг-3	5000	TBD	10
15 апр 11	ВЭБ-Лизинг-4	5000	TBD	10
15 апр 11	НФК Банк-160	2000	TBD	3 / 1

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/Погашение
8 апр 11	Фармпрепарат	23	12	12	8 июл 11
11 апр 11	Зенит Банк-160	5 000	7.9	7.1	4 апр 12
15 апр 11	Новопластуновское	23	12		14 окт 11
18 апр 11	Арктел-2	1 000	12		
19 апр 11	Тензор-160	300	12	12	18 окт 11
22 апр 11	Минплита Финанс	500	20		22 апр 11
22 апр 11	Объед. Кондитеры-2	3 000	15		
25 апр 11	Газпром нефть-4	10 000	16.7		
25 апр 11	Мой Банк-5	5 000	12.96		
25 апр 11	МосСельПром-2	1 500	14	12.25	12 апр 12
26 апр 11	Каспийская энергия	1 000	15.8		
26 апр 11	ПромТрактор-3	5 000	18	18	1 авг 11
26 апр 11	ЧТПЗ-3	8 000	8		
27 апр 11	Разгуляй Фин.-5	2 000	0	0	17 июл 11
29 апр 11	Первобанк-160	1 500	10		
5 май 11	БИН Банк-2	1 000	10.5		
5 май 11	МКБ-5	2 000	8.5		

Источники: ТРАСТ, официальная информация компаний и организаторов



КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ГЛАВА ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь Потапов

+7 (495) 647-90-44

ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Леонид Игнатьев +7 (495) 647-23-60

Департамент макроэкономики и стратегии

Роман Дзугаев +7 (495) 647-23-64
Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94
Алексей Тодоров +7 (495) 647-23-62

Департамент кредитного анализа

Сергей Гончаров +7 (495) 786-23-48
Юлия Сафарбакова +7 (495) 647-23-59
Дмитрий Турмышев +7 (495) 647-25-89

Выпускающая группа +7 (495) 789-36-09

Татьяна Андриевская
Николай Порохов
research.debtmarkets@trust.ru

ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

Торговые операции

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58
Кирилл Коваленко +7 (495) 647-25-97

Клиентские продажи

Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39
Олеся Курбатова +7 (495) 647-25-90
Артем Петросьян +7 (495) 647-25-67
Яна Шнайдер +7 (495) 647-25-74

sales@trust.ru

Департамент количественного анализа и информационного развития

Светлана Федоровых +7 (495) 786-23-46

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30 Russia 30

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации
TIBM12. Суверенный долг и ОВВЗ
TIBM13. Корпоративный внешний долг
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2. Навигатор долгового рынка
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

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

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.