

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- Продолжение ралли в **UST**, реакция на пересмотренную оценку **ВВП США** за 4 квартал не замечена в большинстве активов
- **ЕЦБ** может пересмотреть сроки нормализации монетарной политики; повышение ставки на ближайшем заседании ждать не стоит
- Новые власти **Ирландии** хотят пересмотреть условия кредитного соглашения с ЕС и МВФ; может иметь негативный эффект для остальной европейской «периферии»
- Покупки в корпоративных и суверенных евробондах; **нефтегазовый сектор** в фаворе ввиду высоких цен на нефть
- Внешний фон поддержит **российский долговой рынок** на открытии; стоимость нефти остается высокой ([стр. 2-3](#))
- **Китай** установил плановый показатель увеличения ВВП на 2011-2015 гг. на уровне 7% против 7.5% в прошлую пятилетку; намерен добиваться «качественного» роста

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- **Ставки** отреагировали на отток **ликвидности** небольшим повышением; ждем восстановления ликвидности с началом нового месяца
- К решению ЦБ по ставкам более чувствительным оказался сегмент **ОФЗ**, в **корпоративном** сегменте продажи в короткой / средней длине
- **УОМЗ** и **УВЗ** закрыли книги заявок, но почему такие купоны? Думаем, что инвесторы преувеличивают фактор господдержки данных ФГУПов
- **КуйбышевАзот** в начале марта предложит инвесторам новый выпуск облигаций; ожидаем премии к бумагам Акрона ([стр. 4-5](#))

МАКРОЭКОНОМИКА

- ЦБ удивил рынок повышением **всех ставок** и **резервных требований** ([стр. 6](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- **Башнефть** увеличивает инвестпрограмму и получает лицензию на месторождения им. Требса и Титова; умеренно негативно для кредитного профиля; не исключаем новых облигационных выпусков
- Суд запретил **Уралкалию** и **Сильвиниту** продолжать сделку по слиянию; выход бондов Уралкалия на вторичные рыночные торги затянется; нейтрально для облигаций **Акрона**
- **Совкомфлот**: IPO может быть перенесено с 2011 года; фактор EMBI до прояснения ситуации будет сохраняться; кредитное качество компании безупречное
- Банк «**Национальный Стандарт**»: кредитная оценка в преддверии новых рублевых облигаций; справедливый уровень доходности находится в диапазоне 10.50-11.00% ([стр. 7-9](#))
- **Евраз** может продать свою долю в **Распадской** (40%). Кредитное качество угольной компании сильно и в плане stand-alone, а потому не должно сильно ухудшиться. Для Евраза же будут актуальны средства, например, для сокращения долговой нагрузки
- Лондонский суд отложил принятие решения иску Telenor о наложении обеспечительных мер на акции VimpelCom Ltd. до 1 марта. Нейтрально для бондов **ВымпелКома**

СЕГОДНЯ

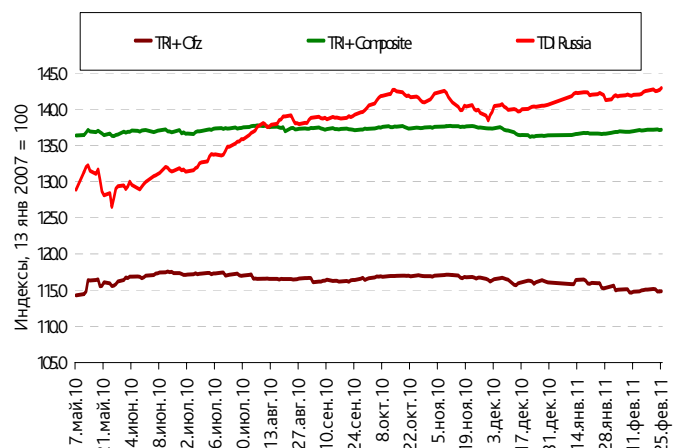
- Статистика **США**: доходы/расходы населения, незавершенные продажи жилья
- Статистика **еврозоны**: инфляция (окончательные данные)

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

| | Value | Д Day | Д Month | Д YTD |
|------------------|------------|---------|---------|---------|
| EMBI+Rus spread | ↑ 190.00 | 1.00 | -26.00 | -9.00 |
| EMBI+ spread | ↓ 276.47 | -2.62 | 13.27 | 35.34 |
| Russia 30 Price | ↑ 115.24 | + 1/8 | +1 2/8 | - 3/8 |
| Russia 30 Spread | ↑ 144.70 | +5.00 | -26.50 | -3.80 |
| Russia 5Y CDS | ↓ 144.87 | -5.57 | -9.00 | -1.64 |
| UST 10y Yield | ↓ 3.392 | -0.06 | +0.05 | +0.06 |
| BUND 10y Yield | ↑ 3.15 | +0.02 | +0.00 | +0.23 |
| UST 10y/2y Yield | ↓ 267.6 | -4 | -11 | -6 |
| Mexico 33 Spread | ↓ 238 | -2 | -5 | +6 |
| Brazil 40 Spread | ↑ 62 | +2 | +118 | +113 |
| Turkey 34 Spread | ↑ 322 | +6 | +10 | +65 |
| ОФЗ 26199 | ↔ 5.74 | - | -0.28 | -0.50 |
| Москва 50 | ↔ 5.47 | - | -0.43 | -0.42 |
| Мособласть 8 | ↔ 7.74 | - | -0.05 | -0.78 |
| Газпром 4 | ↔ 7.90 | - | 0.00 | 0.00 |
| МТС 3 | ↔ 7.46 | - | -0.25 | +0.01 |
| Руб / \$ | ↓ 28.941 | -0.345 | -0.733 | -1.410 |
| \$ / EUR | ↓ 1.375 | -0.005 | +0.014 | +0.040 |
| Руб / EUR | ↑ 40.007 | 0.328 | -0.613 | -0.480 |
| NDF 1 год | ↑ 4.610 | +0.050 | -0.390 | -0.090 |
| RUR Overnight | ↑ 2.85 | +0.7 | +0.4 | |
| Корсчета | ↑ 634.6 | +82.70 | +102.90 | -253.70 |
| Депозиты в ЦБ | ↓ 684.2 | -141.70 | -47.80 | +114.60 |
| Сальдо опер. ЦБ | ↓ 215.20 | -234.30 | -75.40 | +279.00 |
| RTS Index | ↑ 1933.66 | +1.61% | +3.07% | +9.09% |
| Dow Jones Index | ↑ 12130.45 | +0.51% | +2.59% | +3.94% |
| Nasdaq | ↑ 2781.05 | +1.58% | +3.50% | +3.33% |
| Золото | ↑ 1413.40 | +0.70% | +5.52% | -0.10% |
| Нефть Urals | ↑ 109.70 | +1.03% | +14.55% | +18.98% |

TRUST Bond Indices

| | TR | Д Day | Д Month | Д YTD |
|-----------------|----------|-------|---------|-------|
| TRIP High Grade | ↓ 249.03 | -0.14 | 2.49 | 3.46 |
| TRIP Composite | ↓ 235.37 | -0.10 | 0.88 | 1.18 |
| TRIP OFZ | ↓ 182.43 | -0.46 | -0.70 | -1.58 |
| TDI Russia | ↑ 223.62 | 0.29 | 1.12 | 1.37 |
| TDI Ukraine | ↑ 222.45 | 0.16 | -0.29 | 0.16 |
| TDI Kazakhs | ↓ 184.41 | -0.08 | 1.04 | 2.53 |
| TDI Banks | ↑ 222.97 | 0.19 | 1.84 | 2.20 |
| TDI Corp | ↑ 236.63 | 0.31 | 1.05 | 1.93 |

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices




ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Продолжение ралли в UST, реакция на пересмотренную оценку ВВП США за 4 квартал не замечена в большинстве активов

Несмотря на сохраняющуюся напряженность в нефтеэкспортирующих странах Северной Африки/Ближнего Востока, пятничные покупки в UST в большей степени относятся к рыночным факторам. Обнародованная в 16.30 МСК пересмотренная оценка ВВП за 4 квартал, в которой первоначальный уровень 3.2% был скорректирован до 2.8% при консенсус-прогнозе Reuters 3.3%, как раз инициировала сильные покупки в американском долге. На конец дня доходность **UST10** снизилась до 3.42% против 3.48% накануне публикации данных по ВВП.

На азиатской сессии сегодня доходность UST ушла ниже 3.40% в терминах **UST10**. Мы ожидаем дальнейших покупок и достижения на текущей неделе уровня 3.30%. Первичных размещений UST на предстоящей неделе нет, а выкуп в рамках операций ФРБ Нью-Йорка (QE2) составит до USD24.5 млрд. в UST и до USD2 млрд. в TIPS – при текущей динамике мы рассматриваем это как два мощных фактора в пользу снижения доходностей.

ЕЦБ может пересмотреть сроки нормализации монетарной политики; повышение ставки на ближайшем заседании ждать не стоит

Член Совета управляющих ЕЦБ Марио Драги в субботу заявил, что возросшее в результате воздействия внешних факторов инфляционное давление в еврозоне может побудить регулятор пересмотреть временные рамки нормализации монетарной политики.

Европейские чиновники, ответственные за проведение кредитно-денежной политики, заметно ужесточили свой тон в отношении инфляции после того, как рост цен в еврозоне в январе заметно превысил таргетируемый ЕЦБ уровень и составил 2.4% г/г. Предварительные февральские данные по инфляции будут опубликованы уже завтра, а 3 марта ЕЦБ проведет очередное заседание. С нашей точки зрения, повышение ставок вряд ли произойдет на ближайшем заседании, однако в заявлении регулятор может намекнуть на возможность ужесточения политики в ближайшем будущем.

Новые власти Ирландии хотят пересмотреть условия кредитного соглашения с ЕС и МВФ; может иметь негативный эффект для остальной европейской «периферии»

Победившая в ходе прошедших в Ирландии 25 февраля парламентских выборов партия намерена в ближайшее время начать переговоры с представителями ЕС о пересмотре условий выданного ранее совместно с МВФ кредита. В частности, новые власти Ирландии не устраивает высокий процент по заемным средствам (5.8%) и защита, предоставленная основным держателям облигаций, гарантирующая им выплату средств в полном объеме.

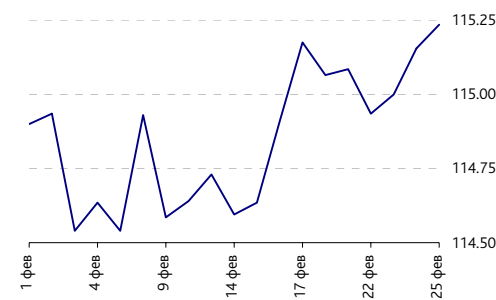
Мы уже отмечали ранее, что снижение платы по кредитам для проблемных стран еврозоны было бы разумным решением, учитывая, что ЕС привлекает средства под гораздо более скромный процент (около 2.8% по облигациям Европейского фонда финансовой стабильности, EFSF). Однако намерение ирландских властей переложить часть убытков на плечи кредиторов может крайне негативно отразиться на ситуации в других «периферийных» экономиках валютного союза, подтолкнув вверх доходности их госбумаг.

Покупки в корпоративных и суверенных евробондах; нефтегазовый сектор в фаворе ввиду высоких цен на нефть

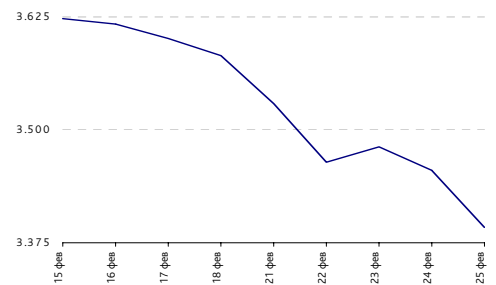
Торги пятницы для российского рынка евробондов сложились удачно – подросли как корпоративные, так и суверенные выпуски. Лучше всех, ожидаемо, выглядел нефтегазовый сектор, поддержку которому оказали высокие цены на нефть. Так, долгосрочные еврооблигации Газпрома подорожали на 70-80 бп, Лукойла – на 50-70 бп. Был спрос также на длинные бумаги Новатэка, прибавившие около 20 бп. Из компаний второго эшелона мы хотели бы отметить Евраз, чьи выпуски **Evrax 15** и **Evrax 18** поднялись в цене в среднем на 40 бп. Из банков максимальный рост котировок продемонстрировал ВТБ. Бумаги Сбербанка и ВЭБа также смотрелись неплохо.

Суверенные выпуски России также выросли в пятницу вместе с бумагами других EM. **Russia 30** подорожала на 8 бп до 115.24% от номинала. Спред **Russia 30 – UST10** расширился на 5 бп – до 145 бп. Размещенный в конце прошлой недели семилетний рублевый евробонд не пользовался особым спросом среди инвесторов, опускаясь в цене в ходе торгов ниже номинала, и лишь к вечеру смог

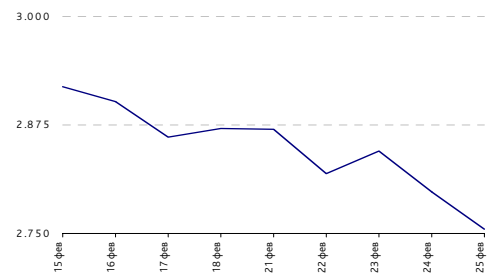
Russia 30 (Price)



US Treasuries 10 Year (YTM)



Brazil 40 (YTM)





восстановить часть потерянных позиций.

Внешний фон поддерживает российский долговой рынок на открытии; стоимость нефти остается высокой

Начало удлиненной рабочей недели для российского рынка рублевых облигаций и евробондов обещает быть в достаточной мере позитивным. Фьючерсы на фондовые индексы США с утра в понедельник торгуются чуть выше уровней закрытия основных торгов в России в пятницу, торговые площадки Азии демонстрируют положительную динамику. Ситуация в Ливии по-прежнему напряженная, что оказывает поддержку ценам на нефть (за баррель Brent дают около 114 долларов, что выше рыночного уровня пятницы). Снижающийся индекс доллара также указывает на более благоприятное отношение инвесторов к рисковому активам.

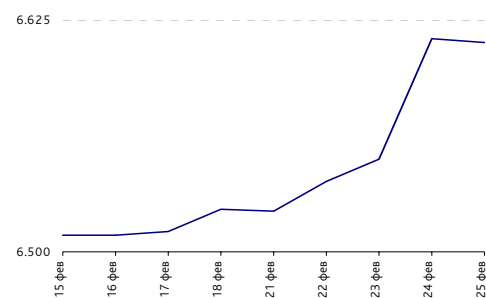
Алексей Тодоров, aleksey.todorov@trust.ru

☎ 647-23-62

Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 647-23-64

Turkey 34 (YTM)





ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Ставки отреагировали на отток ликвидности небольшим повышением; ждем восстановления ликвидности с началом нового месяца

Пятница была отмечена заметным оттоком ликвидности, связанным с завершением наиболее крупных в этом месяце отчислений в бюджет по НДС и акцизам (RUB180-190 млрд., по нашим оценкам), а также с предварительными выплатами по налогу на прибыль. В ходе уплаты налогов остатки на корсчетах в пятницу «потеряли» RUB116.9 млрд. (до RUB517.7 млрд.), а депозиты сократились на RUB41.9 млрд. (до RUB642.3 млрд.). Итогом расчетов в пятницу, стало уменьшение суммарного объема корсчетов и депозитов на RUB158.9 млрд. до RUB1.2 трлн., а чистой ликвидной позиции – до RUB1.6 трлн.

Дефицит ликвидности, связанный с повышенным спросом на рублевые средства, в большей степени ощущался в сегменте межбанковских кредитов, где повышение ставок overnight превысило наши ожидания. Стоимость МБК днем подскочила на 0.25-0.5 п.п. выше уровня накануне, достигнув 3.0-3.25% и опустились к 2.75-3.0% лишь к закрытию торгов. Негативный эффект на стоимость займов от уплаты налогов усилило решение ЦБ о повышении всех ставок. Именно этот фактор в пятницу потревожил равновесие в сегменте междилерского РЕПО, где ставки под залог ОФЗ и облигаций 1-го эшелона после стабилизации на 4-месячном минимуме 3.27% в течение 5 недель подряд в пятницу подросли до 3.32%.

Помимо завершения уплаты налога на прибыль (RUB80-100 млрд., по нашим оценкам, завершение сегодня), основные выплаты по которому, вероятнее всего, были произведены в пятницу, сегодня банкам предстоит вернуть ВЭБу с депозитов RUB10.0 млрд. На этой неделе банки смогут восполнить свои потери за счет привлечения средств на аукционе Минфина по размещению на депозиты кредитных организаций до RUB20 млрд. 1 марта. Возможность использовать эти средства для покупки ОФЗ 26204 (до RUB30 млрд.) может подстегнуть спрос на аукционе ОФЗ 2 марта.

Согласно нашим прогнозам, в первой половине недели ставки могут остаться повышенными лишь в сегменте межбанковских кредитов, ожидаем незначительного подъема ставок от локальных минимумов в сегменте междилерского РЕПО. Нормализовать ситуацию способен встречный приток средств из бюджета, характерный для начала месяца, а также поступающая с валютного рынка рублевая ликвидность.

К решению ЦБ по ставкам более чувствительным оказался сегмент ОФЗ, в корпоративном сегменте продажи в короткой / средней длине

Решение ЦБ по ставкам определило весьма смешанный фон торгов в рублевых облигациях. Более чувствительным к действиям ЦБ оказался сегмент ОФЗ, однако говорить о сильных продажах в нем оснований не было – тем более что снижение цен традиционно рассматривалась и как возможность для входа. Наибольший объем торгов наблюдался в старом выпуске ОФЗ 46020 (с погашением в феврале 2036 г.), распродажа в котором имела следствием рост доходности бумаги до 8.41%. Примечательно, что днем ранее распродавался более короткий 12-летний старый выпуск ОФЗ 46022. В целом же в ближних и средних сроках кривой ОФЗ, реагируя на подъем ставок регулятором, цены по итогам пятницы снизились.

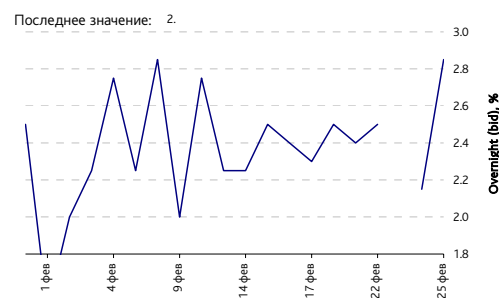
В корпоративном сегменте также продавалась короткая/средняя длина – наиболее сильная раздача имела место в соответствующих выпусках РЖД (РЖД БО-1 -33 бп, РЖД-10 -25 бп), а также МТС-5 (-26 бп).

УОМЗ (NR) и УВЗ (NR) закрыли книги заявок, но почему такие купоны? Думаем, что инвесторы преувеличивают фактор господдержки данных ФГУПов

В пятницу были подведены итоги book-building по двум выпускам государственных машиностроительных компаний – УОМЗ и УВЗ. Обе компании по организационно-правовой форме являются ФГУПами и, очевидно, данный факт в основном и воодушевил инвесторов на очередной пример гонки на понижение ставки купонов, итоги которой мы считаем не слишком адекватными для держателей данных инструментов.

УОМЗ (Уральский оптико-механический завод) изначально позиционировал свои облигации как «для квалифицированных инвесторов» и еще в 2010 г., на первой попытке размещения, сообщал о закрытой подписке. Уже во время маркетинга в

Ставка overnight (максимум, bid)





2011 г. фраза «о закрытости» исчезла, и в итоге 1.5-миллиардный выпуск набрал спрос при купоне 10.50% к 1.5-годовой оферте при изначальном ориентире 11.00-12.00%. Честно говоря, мы не совсем понимаем, как кредитный риск перегруженного долгом производителя с минимальными денежными потоками может стоить так дешево. Мы не слишком закладываемся на статус господдержки в случае УОМЗ, так как при взятом в стране курсе на приватизацию большей части ФГУПов компания может лишиться своего акционера.

Для УВЗ – более стратегического для страны предприятия (производство танков и вагонов) – фактор господдержки, бесспорно, на порядок выше. Однако stand-alone кредитное качество эмитента все же очень не высокое, а информационная прозрачность крайне низка (нет МСФО, рейтингов, операционная закрытость) для того, чтобы считать доходность 9.10-9.20% к оферте через 2.5 года справедливой. Мы считаем, что размещение на уровне пусть и частной ТМК (выпуск БО-1) говорит не в пользу УВЗ. Мы не ждем для нового инструмента сколь-нибудь материального роста котировок на вторичном рынке.

КуйбышевАзот (NR) в начале марта предложит инвесторам новый выпуск облигаций; ожидаем премии к бумагам Акрона

Сейчас на рынке обращается выпуск КуйбышевАзота с погашением в начале марта текущего года и объемом RUB2 млрд. Новое предложение – это два выпуска совокупным объемом RUB5 млрд. и сроком обращения 5 лет.

С кредитной точки зрения КуйбышевАзот – крепкий игрок третьего эшелона с выручкой на уровне RUB17.1 млрд. (МСФО за 2009 г.). Компания придерживается относительно консервативной долговой политики: в кризисный 2009 г. показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» составлял 4.0х, что стало следствием существенного снижения операционных показателей. К середине 2010 г. долговая нагрузка уже снизилась до уровня 2.3х.

Кредитное качество КуйбышевАзота мы оцениваем в общем не хуже, чем аналогичное у Акрона. Однако переоцененность рублевых выпусков Акрона на рынке и отсутствие возможности попасть в список прямого РЕПО ЦБ для бумаг КуйбышевАзота убеждают нас в 150-160 бп премии между кривыми КуйбышевАзота и Акрона. Таким образом, мы оцениваем справедливую доходность новых рублевых облигаций КуйбышевАзота на уровне 9.50-10.00% годовых для 2-летнего срока и 10.00-10.70% годовых – для 3-летнего. Более подробно наше мнение о кредитном качестве КуйбышевАзота изложено в специальном комментарии от 11 ноября 2010 г. «КуйбышевАзот: новое предложение от знакомого эмитента».

Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru

☎ 647-23-60

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru

☎ 789-35-94

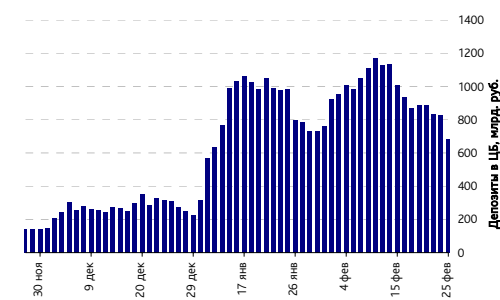
Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 647-23-64

Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru

☎ 647-25-89

Депозиты в ЦБ РФ





МАКРОЭКОНОМИКА

ЦБ удивил рынок повышением всех ставок и резервных требований

В пятницу на заседании совета директоров ЦБ было принято решение о повышении ставки рефинансирования, кредитных и депозитных ставок на аукционной основе на 25 бп. Не претерпели изменений лишь фиксированные ставки РЕПО и по ломбардным кредитам. Нормативы обязательных резервов были повышены с 3.5% до 4.5% по обязательствам перед нерезидентами, и с 3.0% до 3.5% по обязательствам перед физическими лицами и иным обязательствам.

КОММЕНТАРИЙ

Такое решение стало для нас сюрпризом. Применение на данном этапе Банком России всех имеющихся инструментов монетарной политики демонстрирует, что ЦБ в большей степени обеспокоен рисками ускорения инфляции, чем усилением рисков неустойчивости экономического роста в связи с ухудшением макростатистики по итогам января.

Подтолкнуть регулятора к повышению кредитных ставок могло сокращение средней ставки по кредитам по данным ЦБ до локального минимума 8.6%, что при годовой инфляции в 9.7% означает все большее погружение реальной стоимости заимствований в отрицательную зону, чреватое негативными последствиями для экономики.

Аналогичное январскому повышению резервных требований на 0.5-1 п.п. – в рамках наших ожиданий – способствует замедлению темпов роста денежной массы, однако стерилизационный эффект на ликвидность ожидается умеренным – суммарно около RUB70-80 млрд. Более действенным с позиции абсорбирования ликвидности может оказаться повышение коротких депозитных ставок, которое в том числе благоприятствует ослаблению оттока капитала (по нашим оценкам, до -USD5 млрд. в феврале против -USD6-7 млрд. в январе).

Поскольку повышение всех ставок на 25 бп (и даже на 50 бп) было заложено в ожиданиях рынка еще в конце прошлого года, эффект от нынешнего решения ЦБ для долгового, денежного и валютного рынков мы оцениваем близким к нейтральному.

Между тем ускорение инфляции, которая весной рискует достигнуть в годовом выражении 11-12%, требует все более жестких мер от ЦБ. Осторожность шагов Банка России по ужесточению монетарной политики, на наш взгляд, объясняется нарастанием рисков чрезмерного укрепления рубля. Более существенный подъем ставок, скажем не на 25 бп, а на 50 бп, то есть заметное расширение дифференциала между внутренними и зарубежными ставками, только подстегнуло бы уже разогретый ростом цен на нефть и усилением притока экспортной выручки интерес к рублевым активам, чреватый возобновлением спекулятивного притока капитала.

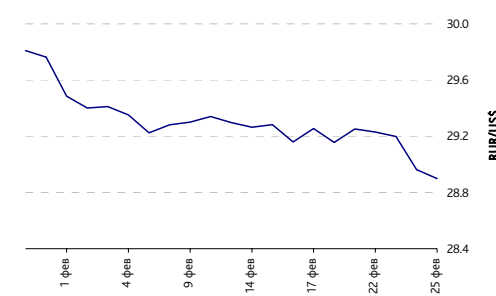
Напомним, что для подавления укрепления национальной валюты ЦБ уже был вынужден увеличить интервенционные покупки, которые сейчас достигают порядка USD250-300 млн. в день, и около USD2 млрд. в феврале, против USD820 млн. в январе.

В сложившихся условиях, когда отток капитала еще продолжается, и риски притока капитала могут расцениваться как приемлемые, для ЦБ гораздо важнее продолжать минимальное сопротивление укреплению рубля за счет умеренных покупок валюты, ведь удорожание национальной валюты в более отдаленной перспективе ослабит инфляционное давление. Несмотря на риски возобновления притока капитала, ЦБ сейчас, скорее, допустит более интенсивное укрепление рубля и расширит плавающий коридор, нежели увеличит покупки валюты, за счет которых и так уже переполненный ликвидностью рынок пополняется рублевыми средствами, создавая базу для разгона инфляции.

Мы ожидаем, что в ближайшем времени Банк России может еще как минимум два раза поднять ставки на 25 бп в месяц, с общим потенциалом подъема всех ставок в 75-100 бп до конца 1П 2011г. Отчасти подавить негативное воздействие от повышения ставок и связанного с ним создания стимулов для притока капитала поможет умеренное (не более 100 бп в месяц) поэтапное повышение резервных требований.

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

Курс рубль/доллар





ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

НЕФТЬ И ГАЗ

Башнефть (NR) увеличивает инвестпрограмму и получает лицензию на месторождения им. Требса и Титова; умеренно негативно для кредитного профиля; не исключаем новых облигационных выпусков

В пятницу президент Башнефти Виктор Хорошавцев заявил о том, что инвестпрограмма нефтяной компании на 2011 год прогнозируется на уровне RUB30 млрд. (примерно +40% к 2010 году). Это не включает в себя средства на разработку недавно приобретенных месторождений им. Требса и Титова – еще RUB5-6 млрд. При этом планируется нарастить EBITDA примерно на 2.5-3.0%.

Кроме того, в пятницу компании были предоставлены лицензии на месторождения им. Требса и Титова, приобретенные на аукционе в декабре 2010 года за RUB18.2 млрд.

КОММЕНТАРИЙ

Безусловно, столь большой рост инвестпрограммы не может сказаться положительно на кредитном качестве компании в краткосрочной перспективе. За первые 9М 2010 года Башнефть потратила лишь USD280 млн., в то время как за полный 2011 год планируется израсходовать в совокупности USD1.2 млрд.

Впрочем, критичного ухудшения метрик компании мы не ожидаем. При EBITDA за 9М 2010 на уровне около USD2 млрд, это, на наш взгляд, означает тот факт, что Башнефти придется либо снизить очень большие дивиденды (порядка USD700 млн. за 9М 2010), либо прибегнуть к новым заимствованиям. Последний вариант при этом нам видится более вероятным в силу того, что как раз в текущем году компания продолжит повышать свою информационную прозрачность для клиентов, а также, вероятно, получит рейтинг от международных агентств.

Учитывая это, мы считаем, что на рублевые облигации Башнефти в 2011 году будет оказываться давление, хотя в долгосрочном плане стратегия развития компании скорее положительная. На протяжении последнего года спред выпусков **Башнефть-1.3** к **Лукойл БО-6** постоянно сокращался (с 250 до 60 бп), и мы не ожидаем, что такая тенденция продлится с учетом увеличения планов по инвестпрограмме. Вероятно, инвесторы уже переоценили потенциальное улучшение кредитного качества Башнефти.

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

ПРОМЫШЛЕННОСТЬ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ РЫНОК

Суд запретил Уралкалию (NR) и Сильвиниту (NR) продолжать сделку по слиянию; выход бондов Уралкалия на вторичные рыночные торги затянется; нейтрально для облигаций Акрона

Согласно сообщению Интерфакс, арбитражный суд Пермского края наложил обеспечительные меры по иску Акрона о признании недействительными решений общих собраний акционеров Уралкалия и Сильвинита, утвердивших решение об объединении компаний.

Предварительное заседание суда по этому делу назначено на 12 апреля.

КОММЕНТАРИЙ

По всей видимости, Акрону удалось на время притормозить сделку по слиянию Сильвинита и Уралкалия. Однако Сильвинит ранее заявлял, что претензии Акрона безосновательны, поэтому компания будет подавать апелляцию на решение суда. Напомним, что в начале февраля Акрон уже подавал иск в арбитраж к Сильвиниту о признании недействительными решений внеочередного собрания его акционеров. Однако тогда он получил отказ.

Активную позицию Акрона в этом споре можно понять: после объединения Сильвинита и Уралкалия ему придется покупать калий у монополиста на внутреннем рынке или же по глобальным ценам, которые заметно выше, чем регулируемые цены на внутреннем рынке. Это приведет к существенному росту себестоимости производства сложных удобрений. Собственное производство калия на Талицком участке Верхнекамского месторождения Акрон сможет начать не ранее, чем в 2018 г. Тем более что для его разработки компании требуются соинвесторы (см. более подробный комментарий в Навигаторе долгового рынка



от 9.02.2011).

Решение суда может привести к частичному пересмотру условий объединения и повышению цены выкупа акций Сильвинита у миноритариев. Однако, на наш взгляд, подобный исход маловероятен, мы ожидаем, что Уралкалий и Сильвинит смогут оспорить решение суда и продолжить слияние, пусть и с небольшой задержкой. Не стоит забывать, что финансирование первого этапа сделки Уралкалием было уже привлечено. Как мы и предполагали, компания разместила 60% дебютного выпуска облигаций (RUB30 млрд.).

Решение арбитражного суда не должно оказать влияния на котировки облигаций Акрона, которые мы по-прежнему считаем переоцененными.

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

ТРАНСПОРТ

Совкомфлот (ВааЗ/ВВВ-/ВВВ-): IPO может быть перенесено с 2011 года; фактор EMBI до прояснения ситуации будет сохраняться; кредитное качество компании безупречное

В пятницу замруководителя Министерства транспорта Виктор Олерский заявил, что IPO крупнейшего в России танкерного перевозчика – Совкомфлота – в 2011 году маловероятно. Основной аргумент – неблагоприятная рыночная конъюнктура.

КОММЕНТАРИЙ

Мы считаем, что данное заявление чиновника означает, что процесс размещения акций Совкомфлота займет довольно долгое время. Напомним, что ранее озвучивались сроки не только 2011 год, но и 2010, а потому нынешнее заявление, на наш взгляд, говорит лишь о неопределенности и вполне вероятной затянутости процесса IPO в дальнейшем.

В связи с неопределенностью мы считаем, что фактор «списка EMBI», в котором состоят еврооблигации Совкомфлота, будет продолжать оказывать поддерживающее влияние на бумаги, по крайней мере до появления более четких планов по IPO.

В то же время отметим, что инвесторы до сих пор скептически относятся к кредитному риску танкерного оператора, который до сих пор имеет некоторые существенные недостатки, такие, например, как высокая долговая нагрузка. Так, **Sovcomflot 17** до сих пор стоит ниже номинала. Понятно, что после IPO поддержка инвесторов, вкладывающихся в бумаги госкомпаний развивающихся стран (то есть из списка EMBI), еще снизится.

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

БАНКИ И ФИНАНСЫ

Банк «Национальный Стандарт» (Moody's: B3): кредитная оценка в преддверии новых рублевых облигаций; справедливый уровень доходности находится в диапазоне 10.50-11.00%

КОММЕНТАРИЙ

Банк «Национальный Стандарт» (Национальный Стандарт) на прошлой неделе начал проводить маркетинг 2-го выпуска облигаций. Банк входит в группу «Аксиал Инвестментс Лимитед», бенефициаром которой является бизнесмен Л. Кветной, который также владеет «Новоросцемент» и обслуживающими Внуково сервисными компаниями. Объем выпуска составляет RUB1.5 млрд., срок обращения - 3 года, также предусмотрена оферта через год. Ориентир по купону озвучен в диапазоне 9.75-10.25%, что обеспечивает доходность УТР9.99-10.51% к оферте. Книга заявок будет открыта до 3 марта 2011, а размещение назначено на 9 марта.

Мы находим кредитное качество Национального Стандарта, входящего в ТОП-100 по активам, средним для категории банков 3-го эшелона. Банк ориентирован на работу преимущественно с юридическими лицами, на которых приходится около 96% кредитного портфеля и 80% средств клиентов по данным РСБУ на 01.02.2010. На протяжении 2010 года банк демонстрировал позитивную динамику кредитов и средств клиентов (+15-20% за 2010 год), а также исторически низкий уровень просроченных займов (меньше 1%, по данным



РСБУ).

Банк «Национальный Стандарт» характеризуется более чем скромными показателями рентабельности бизнеса. Невысокая диверсификация источников фондирования отчасти компенсируется тем, что Национальный стандарт не работает с физическими лицами по активной части баланса (исключение – только связанные стороны). Более четверти всех активов банка (чуть менее RUB10 млрд.) приходится на портфель ценных бумаг, из которого львиная доля приходится на облигации и векселя.

Основным кредитным риском банка нам видится зависимость фондирования от средств связанных с группой сторон (около 40% в обязательствах по данным МСФО за 2009). Отметим и высокий уровень концентрации кредитного портфеля: по данным МСФО на 15 клиентов приходится около 56% всех кредитов. Хотя распределение заемщиков по отраслям достаточно диверсифицировано, из информационного меморандума к выпуску мы делаем вывод, что ключевые заемщики так или иначе аффилированы с акционером.

Учитывая, что работа банка существенным образом связана с обслуживанием бизнесов акционера Льва Кветного, а в пассивах - с его финансовыми возможностями, то кредитоспособность «Национального Стандарта» неотделима от статуса его бенефициара. Насколько мы понимаем, в конце 1990-х – начале 2000-х интересы Кветного распространялись на металлургию (ОЭМК и Газметалл) и горнодобычу (Лебединский ГОК, Архангельскгеолдобыча) и частично на сервисные услуги во Внуково. Сейчас ключевым бизнесом Кветного, помимо банка, является в основном Новоросцемент. Актив был куплен в 2007 г. и является ближайшим производителем цемента для крупнейшей строительной площадки страны на ближайшие годы – Сочи. Принимая во внимание распродажу московских непрофильных активов в 2011-2012 гг., мы бы в нашем анализе не стали рассматривать сервисный бизнес во Внуково весомым фактором поддержки.

Мы считаем, что текущая бизнес-модель банка и высокая зависимость от акционера должны транслироваться в премию к бумагам такого более-менее сопоставимого эмитента, как СБ-банк. Национальный стандарт во многом похож и на Меткомбанк, но последний при меньших размерах бизнеса явно выигрывает в кредитном качестве за счет подконтрольности Северстали и Мордашову. Важно отметить, что новый выпуск с потенциальным рейтингом ВЗ не сможет претендовать на включение в Ломбардный список. Сейчас при доле прямого РЕПО с ЦБ менее 1% от совокупного объема сделок по РЕПО это не так критично, однако по мере ухода избыточной ликвидности с рынка для инвесторов из числа банков 2-3-го круга это станет очень важным критерием. Резюмируя, мы находим справедливой мерой кредитных рисков Банка «Национальный стандарт» диапазон 10.50-11.00% на срок 1 год.

Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru

☎ 647-23-60

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru

☎ 647-23-59



Последние размещения

| Выпуск | Объем, млн. | Купон,% | Лет до погашения/оферта | УТМ / УТР, % |
|--------------------|-------------|---------|-------------------------|--------------|
| ЕвразБанкРазвит-4 | 5000 | 7.7 | 7 / 3 | NA / 7.85 |
| Алеф-Банк-1 | 1000 | 11 | 3 / 1 | NA / 11.45 |
| КредитЕвропа-6 | 4000 | 8.3 | 3 / 1 | NA / 8.47 |
| РейлТрансАвто-2 | 1500 | 11.75 | 5 | 11.49 |
| Уралкалий-16о | 50000 | 8.25 | 3 | 8.42 |
| Мечел-15 | 5000 | 8.25 | 10 / 3 | NA / 8.42 |
| Мечел-16 | 5000 | 8.25 | 10 / 3 | NA / 8.42 |
| ТКС Банк-3бо | 1500 | 14 | 3 / 1 | NA / 14.49 |
| МосковКредБанк-16о | 3000 | 8.5 | 3 / 2 | NA / 8.68 |
| Номос-Банк-16о | 5000 | 7 | 3 / 1 | NA / 7.12 |

Налоговые выплаты

| Дата | Налог |
|------------|------------------|
| 28 февраля | Налог на прибыль |

Ближайшие выпуски

| Ориентир. Дата | Выпуск | Объем, млн. | Купон | Лет до погашения/оферта |
|----------------|-----------------------|-------------|-------|-------------------------|
| 28 фев 11 | УОМЗ ПО-3 | 1500 | TBD | 3 / 1 |
| 01 мар 11 | Уралвагонзавод НПК-2 | 3000 | TBD | 7 / 3 |
| 03 мар 11 | РУСАЛ Братск-7 | 15000 | TBD | 7 / 3 |
| 03 мар 11 | СБ Банк-16о | 2000 | TBD | 3 / 1 |
| 04 мар 11 | Магнит-5бо | 5000 | TBD | 3 |
| 09 мар 11 | НационалСтандарт КБ-1 | 1500 | TBD | 3 / 1 |

Ближайшие оферты

| Дата | Выпуск | Объем, RUB млн. | Текущий купон | Новый купон | След. оферта/ Погашение |
|-----------|------------------------|-----------------|---------------|-------------|-------------------------|
| 28 фев 11 | ТГК6 Инвест | 2,000 | 10.5 | 7.5 | 21 фев 12 |
| 1 мар 11 | Макромир Финанс-1 | 1,000 | 7.75 | 7.75 | 30 авг 11 |
| 3 мар 11 | Рыбинскабель | 1,000 | 0.01 | 0.01 | 28 фев 12 |
| 7 мар 11 | МБРР-4 | 5,000 | 9.4 | 6 | 1 мар 12 |
| 7 мар 11 | ТатФондБанк-6 | 2,000 | 11.2 | 8.75 | |
| 10 мар 11 | ТехноНИКОЛЬ-2 | 3,000 | 7 | | |
| 11 мар 11 | ВолгаТелеком-4 | 3,000 | 12 | 6.65 | 3 сен 13 |
| 15 мар 11 | Восточный Экспресс-16о | 1,000 | 12.5 | | |
| 16 мар 11 | ДГК | 5,000 | 10.5 | 7.75 | 8 мар 13 |
| 18 мар 11 | Нижне-Ленское-3 | 1,000 | 14 | 14 | 19 июл 11 |
| 21 мар 11 | СИБУР-5 | 30,000 | 9 | | |
| 22 мар 11 | Эгида | 62 | 9.1 | | |
| 23 мар 11 | СатурнНПО-2 | 2,000 | 11 | | |
| 25 мар 11 | МетроСтрой | 1,500 | 7 | | |

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) 647-28-89

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.