

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- **Инфляция в еврозоне** продолжает ускоряться, достигнув 2.4% г/г в феврале; ЕЦБ может ужесточить тон, но ставку пока поднимать не будет
- **Корпоративные евробонды** существенно прибавили в цене, в суверенных бумагах также наблюдались покупки
- Дорожающая нефть вызвала коррекцию на мировых площадках; ждем **умеренной негативной реакции** российского долгового рынка ([стр. 2](#))
- **S&P** сохранило «негативный» прогноз по рейтингам Греции и Португалии из-за долговых проблем

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- Ситуация с **ликвидностью** улучшается, но **ставки** держатся на повышенных уровнях
- **Рубль** дорожает из-за решения о **расширении плавающего коридора**
- Озвученные Минфином **ориентиры** доходности на аукционе **ОФЗ 26203** позволяют условно говорить о премии к вторичке – отсутствие у Минфина сиюминутной потребности в заимствованиях в текущем квартале дает возможность попробовать рынок на прочность
- **Вторичный рынок** – покупки в ликвидных ОФЗ вдоль всей кривой, отсутствие единого тренда в негосударственных бумагах
- **Русал** закрывает книгу заявок на справедливом уровне
- **Евраз** намерен разместить новые облигации ([стр. 3-4](#))

МАКРОЭКОНОМИКА

- **Валютный коридор** шире, **интервенции** меньше, **рубль** крепче ([стр. 5](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- **ТНК-ВР:** рекордные итоги 2010 года позволят продолжить развитие на международной арене; первичное предложение будет небольшим
- **Нафтогаз** планирует IPO в 2012-2013 году; вряд ли этим можно воспользоваться на рынке евробондов
- Коммерческий суд Лондона отказал Telenor в наложении обеспечительных мер на **VimpelCom Ltd**; ожидаем одобрения сделки акционерами
- Правила рынка мощности могут быть изменены; негативно для генерирующих компаний ([стр. 6-8](#))
- **НМТП** завершил выкуп собственных акций у миноритариев в рамках сделки с ПТП; всего затрачено RUB2.5 млрд.; не критично для компании с кредитной точки зрения
- **МТС** получила одобрение держателей евробонда **MTS12** на изменение ковенантов; риски кросс-дефолта из-за проигрыша дела по киргизскому Бителу снимаются.
- **Аптеки 36.6** выставляют на продажу свою долю в сети "Центр раннего развития – ELC". Пакет оценен в USD4 млн., поэтому данная операция не приведет к улучшению кредитного качества. Кредитные риски компании по-прежнему слишком высоки

СЕГОДНЯ

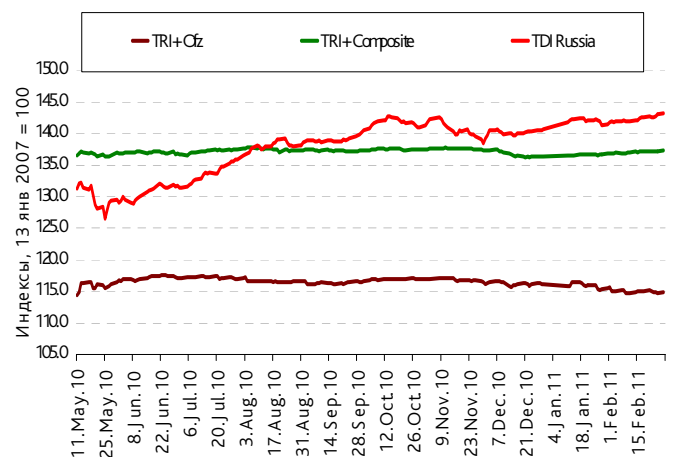
- Публикация **Бежевой книги** ФРС
- Речь **Б. Бернанке** по вопросам монетарной политики перед Комитетом по финансовым услугам Палаты представителей
- Статистика **США:** безработица (по версии ADP)

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↔ 190.00	0.00	-14.00	-9.00
EMBI+ spread	↔ 276.47	0.00	5.19	35.34
Russia 30 Price	↑ 115.78	+ 4/8	+1 2/8	+ 1/8
Russia 30 Spread	↓ 131.00	-13.70	-27.50	-17.50
Russia 5Y CDS	↓ 139.50	-5.37	-13.30	-7.01
UST 10y Yield	↑ 3.444	+0.05	+0.06	+0.11
BUND 10y Yield	↑ 3.169	+0.02	+0.02	+0.25
UST 10y/2y Yield	↑ 273.6	+6	-8	-0
Mexico 33 Spread	↓ 226	-11	-11	-5
Brazil 40 Spread	↓ 56	-6	+122	+107
Turkey 34 Spread	↓ 317	-5	+6	+60
ОФЗ 26199	↓ 5.73	-0.00	-0.28	-0.51
Москва 50	↓ 5.58	-0.14	-0.21	-0.31
Мособласть 8	↓ 7.74	-0.01	-0.16	-0.78
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	0.00
МТС 3	↑ 7.65	+0.19	-0.06	+0.19
Руб / \$	↓ 28.903	-0.258	-0.771	-1.448
\$ / EUR	↑ 1.380	+0.005	+0.012	+0.045
Руб / EUR	↓ 39.814	-0.216	-0.807	-0.674
NDF 1 год	↓ 4.480	-0.130	-0.360	-0.220
RUR Overnight	↑ 2.90	+0.0	+0.4	
Корсчета	↓ 517.7	-116.90	-11.90	-370.60
Депозиты в ЦБ	↓ 642.3	-41.90	-92.30	+72.70
Сальдо опер. ЦБ	↑ 231.00	+15.80	-14.10	+294.80
RTS Index	↑ 1969.61	+1.86%	+5.04%	+11.12%
Dow Jones Index	↑ 12226.34	+0.79%	+2.81%	+4.76%
Nasdaq	↑ 2782.27	+0.04%	+3.04%	+3.37%
Золото	↓ 1412.23	-0.08%	+5.59%	-0.18%
Нефть Urals	↓ 109.23	-0.43%	+12.42%	+18.47%

TRUST Bond Indices

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↑ 249.25	0.21	2.35	3.68
TRIP Composite	↑ 235.54	0.17	0.80	1.35
TRIP OFZ	↑ 182.46	0.08	-1.10	-1.55
TDI Russia	↑ 224.45	0.44	2.89	2.21
TDI Ukraine	↑ 223.40	0.57	1.57	1.10
TDI Kazakhs	↓ 184.75	-0.11	1.98	2.88
TDI Banks	↑ 223.42	0.11	2.85	2.64
TDI Corp	↑ 237.56	0.33	3.16	2.86

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices




ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Инфляция в еврозоне продолжает ускоряться, достигнув 2.4% г/г в феврале; ЕЦБ может ужесточить тон, но ставку пока поднимать не будет

Согласно опубликованным накануне предварительным данным, годовая инфляция в еврозоне в феврале составила 2.4% против 2.3% месяцем ранее, что в целом совпало с ожиданиями рынка. При этом базовая инфляция (без учета колебаний цен на продукты питания и энергоносители) сохранилась на уровне января – 1.1%. По прогнозу Еврокомиссии, опубликованному также во вторник, в целом по итогам года инфляция в валютном союзе составит 2.2%, а рост ВВП – 1.6%.

Мы полагаем, что длительное превышение годовой инфляцией таргетируемого ЕЦБ уровня в 2% может побудить регулятор к постепенному сворачиванию нестандартных мер поддержки экономики и повышению ставки. Мы ждем от завтрашнего заседания ЕЦБ сохранения ставки, но полагаем, что монетарные власти еврозоны в очередной раз уделят значительное внимание проблеме ускоряющейся инфляции.

Корпоративные евробонды существенно прибавили в цене, в суверенных бумагах также наблюдались покупки

Корпоративные еврооблигации во вторник продемонстрировали сильную положительную динамику. Максимальные показатели были достигнуты в бумагах нефтегазового сектора – подорожали евробонды Лукойла, Транснефти и ТНК-ВР, а длинные выпуски Газпрома поднялись в цене на 140 бп. Во втором эшелоне также наблюдались покупки – долгосрочные бумаги подорожали почти на 70 бп, в плюсе были и еврооблигации Русгидро и Северстали. Обратили инвесторы внимание и на банковский сектор – выпуски ВЭБа прибавили 40 бп, длинные евробонды ВТБ – около 50 бп.

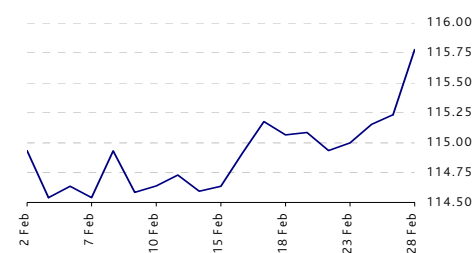
Суверенный выпуск **Russia 30** подорожал сразу на 10 бп до 115.89% от номинала. Спред **Russia 30 – UST10** при этом сохранился практически неизменным – 134 бп. Рублевый евробонд **Russia 18R** прибавил за день чуть менее 50 бп – до 100.83% от номинала.

Дорожающая нефть вызвала коррекцию на мировых площадках; ждем умеренной негативной реакции российского долгового рынка

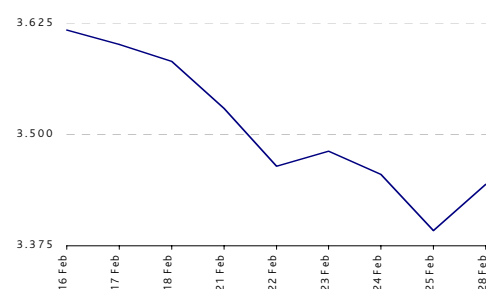
Среда, вероятно, принесет определенную коррекцию на российский долговой рынок после достаточно высоких показателей, достигнутых днем ранее. Биржи США закрылись накануне в красной зоне, а фьючерсы на американские индексы в настоящий момент торгуются ниже уровней закрытия основных торгов в России примерно на 20 пунктов. Фондовые торги в Азии также проходят на минорной ноте, а «защитное» золото установило накануне рекорд - USD1,432.7 за унцию. Причиной негативного настроения инвесторов стала продолжающаяся «выстреливать» на новостях с Ближнего Востока нефть и ее вероятное влияние на мировую экономику. Апрельский фьючерс на сырье во вторник подорожал сразу на 3.2% - до максимального с августа 2008 г. уровня, и продолжает расти в цене с утра в среду, торгуясь около 116 долларов за баррель. Мы не склонны считать, что «черное золото» может сегодня полностью поддержать российский рынок рублевых облигаций и евробондов. С большей долей вероятности он подчинится общему негативу и продемонстрирует некоторое снижение, за исключением, возможно, нефтегазового сектора.

Алексей Тодоров, aleksey.todorov@trust.ru
☎ 647-23-62

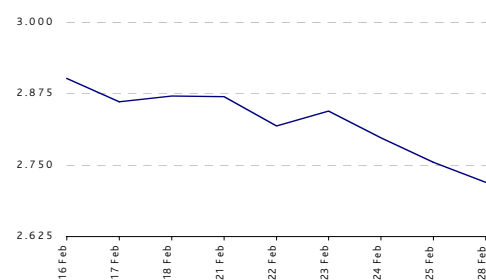
Russia 30 (Price)



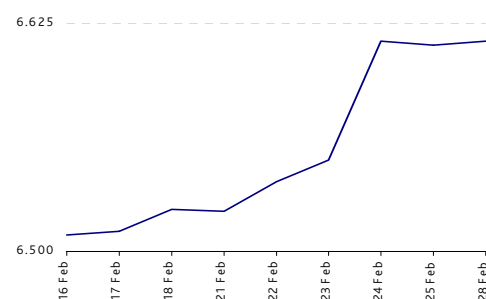
US Treasuries 10 Year (YTM)



Brazil 40 (YTM)



Turkey 34 (YTM)





ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Ситуация с ликвидностью улучшается, но ставки держатся на повышенных уровнях

Ситуация с ликвидностью во вторник пошла на улучшение. После завершения всех отчислений в казну банки возобновили пополнение депозитных счетов, нарастив объем [депозитов](#) в ЦБ по состоянию на сегодняшнее утро на RUB123.4 млрд. (до RUB646.0 млрд.), что полностью компенсировало отток средств с [корсчетов](#) в размере RUB70.2 млрд. (до RUB562.2 млрд.). В ходе совершенных операций общий запас средств на корсчетах и депозитах подрос на RUB53.2 млрд., восстановившись до RUB1.21 трлн., а [чистая ликвидная позиция](#) достигла RUB1.7 трлн.

Однако улучшение ситуации с ликвидностью почти не сказывается на стоимости средств денежного рынка, поскольку положительный эффект от ее увеличения практически полностью компенсируется последствиями принятого ЦБ решения о повышении ключевых ставок. Так, стоимость заимствований овернайт на [МБК](#) с открытия по 3.25-3.5%, днем немного снизилась до 3.1-3.25%, где и находилась подавляющую часть торгов, и опустилась до 2.75-3.0% лишь по мере ослабления торговой активности после 17:00 МСК. Улучшение в сегменте 1-дневного междилерского РЕПО вчера было более заметным. После повышения ставок по сделкам [под залог ОФЗ](#) и облигаций [1-го эшелона](#) днем ранее до максимальных с начала года 3.64%, вчера средний уровень ставок откатился до 3.54%, что, впрочем, на 25-35 бп выше уровней, зафиксированных на начало года.

Сегодня на депозиты банков поступят RUB20 млрд., размещенные вчера в рамках аукциона Минфина. Однако расчеты по аукциону вряд ли окажут какую-либо ощутимую поддержку рынку, поскольку с высокой долей вероятности эти средства пойдут на покупку размещаемых сегодня [ОФЗ 26203](#). В отсутствие на этой неделе каких-либо существенных источников изъятия ликвидности, помимо аукциона ОФЗ и [ОБР-17](#), мы ожидаем постепенного восстановления запаса ликвидности с последующим небольшим снижением ставок денежного рынка (на 0.2-0.3 п.п.).

Рубль дорожает из-за решения о расширении плавающего коридора

Во вторник рубль продолжил укрепление. Вчерашние торги открывались стоимостью бивалютной корзины RUB33.72, что на 9 копеек ниже предшествующего закрытия, после чего ее цена уже к полудню снизилась до дневного минимума RUB33.64, ниже которого не опускалась вплоть до самого закрытия.

Сегодня основным источником повышательного давления на курс рубля послужит решение о расширении плавающего коридора (см. раздел «Макроэкономика»), которое усиливает перспективу дальнейшего укрепления рубля, вызванного такими фундаментальными причинами, как возросший приток валюты в связи с высокими ценами на нефть и ослаблением оттока капитала. В пользу удорожания рубля говорит и тот факт, что с расширением плавающего коридора одновременно смещаются границы субкоридоров, в которых ЦБ усиливает сопротивление укреплению рубля за счет интервенционных покупок.

На наш взгляд, в ближайшие дни рубль сохранит движение на укрепление по корзине с возможным выходом на уровень RUB33.3 и более отдаленной целью RUB33.0, которая в краткосрочном периоде может стать своеобразным пороговым значением.

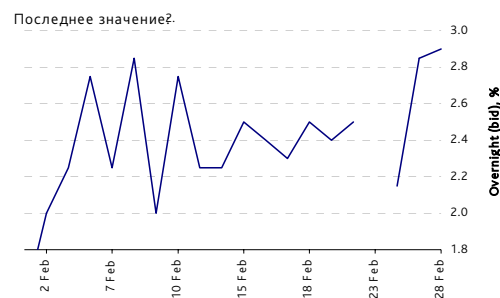
Озвученные Минфином ориентиры доходности на аукционе ОФЗ 26203 позволяют условно говорить о премии к вторичке – отсутствие у Минфина сиюминутной потребности в заимствованиях в текущем квартале дает возможность попробовать рынок на прочность

Вчера уже традиционно ближе к окончанию сессии Минфин опубликовал ориентир по доходности на сегодняшнем аукционе [ОФЗ 26203](#) (предложение – RUB20 млрд.) – диапазон 7.55-7.65%.

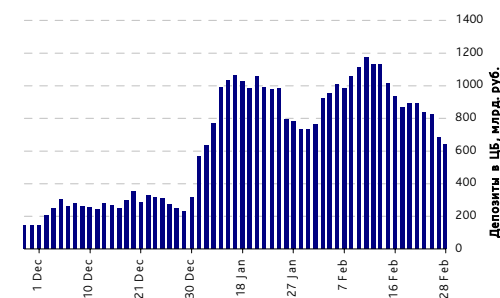
Наиболее близким по дюрации с размещаемым [ОФЗ 26203](#) (4.58 года) из ликвидных выпусков является более короткий [ОФЗ 25077](#) (4.17 года). Однако на вчерашних торгах сделок по данным выпускам после объявления Минфином ориентира не было. Доходности по котировкам bid/offer в стакане по [ОФЗ 26203](#) на закрытие составляли 7.64%/7.57%.

Доходность по цене закрытия торгов в понедельник по [ОФЗ 26203](#) составила 7.59% – собственно, ровно такой же она была и для [ОФЗ 25077](#). Тем не менее, с

Ставка overnight (максимум, bid)



Депозиты в ЦБ РФ





учетом того, что **ОФЗ 25077** более чем на полгода короче по сроку до погашения, можно условно говорить о премии к вторичному рынку на сегодняшнем аукционе.

С учетом того, что в части исполнения бюджета в феврале-марте ожидается его профицит, сиюминутной потребности в заимствованиях у Минфина в текущем квартале нет – соответственно, это дает возможность попробовать рынок на прочность. Тем не менее Минфин создал условия для спроса на сегодняшнем аукционе, разместив вчера RUB20 млрд. бюджетных средств на депозиты банков.

Вторичный рынок – покупки в ликвидных ОФЗ вдоль всей кривой, отсутствие единого тренда в негосударственных бумагах

В ликвидных ОФЗ во вторник покупки шли по всей длине, при этом около половины оборота торгов пришлось на выпуски **ОФЗ 25072** (дюрация – 1.79 лет) и **ОФЗ 25073** (1.37). Объявление Минфином ориентиров по сегодняшнему аукциону **ОФЗ 26203**, как уже отмечалось, не затронуло цены ликвидных выпусков соответствующей дюрации по причине отсутствия в них сделок, да и в целом не повлияли на настроение участников рынка ОФЗ.

В первом эшелоне царили смешанные настроения. В субфедеральном сегменте продавались длинная **Мособласть-7** (-18 бп) и **Москва-48** (-66 бп). Из корпоративных бумаг отметим покупки выпусков Алросы – наиболее ликвидная **Алроса-23** прибавила в цене 24 бп.

Русал (NR) закрывает книгу заявок на справедливом уровне

Вчера была закрыта книга заявок на первый за долгое время выпуск Русала **Русал Братск-7**. 7-летний выпуск с офертой через три года будет иметь объем RUB15 млрд. Итоговая ставка купона оказалась ниже не только изначального диапазона (9.00-9.50%), но и сниженного накануне (8.50-9.00%). Книга была закрыта по 8.30% (УТР 8.47%).

Как мы отмечали в нашем вчерашнем Навигаторе долгового рынка, данную ставку доходности можно считать справедливой с учетом не только лидерских позиций компании в отрасли, но и такого технического фактора, как размещение выпуска крупнейшими госбанками.

Мы считаем, что после выхода на вторичный рынок **Русал Братск-7** уже вряд ли будет иметь потенциал для роста: несмотря на то, что кредитное качество эмитента видится нам более сильным, чем у Евраза, Мечела и других компаний уровня «B1/B+», в сравнении с Алросой у производителя алюминия есть такие недостатки, как значительно большая долговая нагрузка и корпоративный конфликт по поводу пакета в Норникеле (последний фактор, впрочем, по традиции вряд ли будет учитываться рублевым рынком). По ряду других общих характеристик – таких, как тесные связи с госбанками, практически монопольное положение в отрасли и резкое ухудшение кредитоспособности в кризис – мы считаем, что Алроса и Русал являются схожими эмитентами. По нашему мнению, спред к «кривой Алросы» в 20-30 бп справедливо обоснован.

Евраз (B1/B/В+) намерен разместить новые облигации

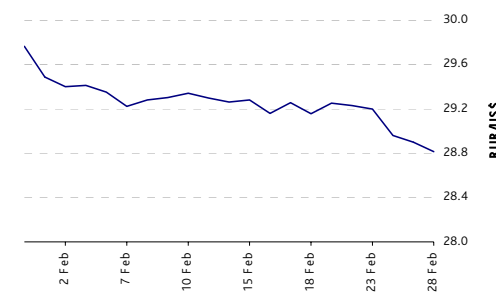
Вчера совет директоров Евраза утвердил размещение трех новых выпусков облигаций **Евразхолдинг Финанс-5..7** (на RUB5 млрд., RUB10 млрд. и RUB15 млрд. соответственно). Все выпуски будут 10-летними, однако понятно, что по ним, скорее всего, будет предложена оферта.

Напомним, что Евраз довольно активный эмитент на облигационном рынке, а его бумаги являются индикатором для многих игроков. Скорее всего, новые облигации попадут на кривую уже торгующихся выпусков. В свою очередь мы не ожидаем глубокой просадки этих бумаг: спреда на рублевом рынке очень узки, и в противном случае инвесторы откупят бумаги.

С кредитной точки зрения отметим, что в силу небольшого объема необходимого рефинансирования на ближайшие два года данные выпуски могут быть использованы также на финансирование инвестпрограммы или в качестве резерва на будущее.

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru ☎ 789-35-94
Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru ☎ 647-23-64
Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru ☎ 786-23-48

Курс рубль/доллар





МАКРОЭКОНОМИКА

Валютный коридор шире, интервенции меньше, рубль крепче

1) Банк России с 1 марта 2011 г. расширил плавающий коридор бивалютной корзины с 4 до 5 рублей или RUB32.45-37.45;

2) Объем накопленных интервенций, приводящих к сдвигу операционного интервала на 5 копеек, сокращен с USD650 млн. до USD600 млн.;

3) В феврале в рамках интервенций ЦБ купил USD4.5 млрд. против USD820 млн. в январе 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Расширение плавающего коридора полностью совпало с нашими ожиданиями (см. [Навигатор долгового рынка от 28.02.11](#)). Такое решение ЦБ позитивно, поскольку подтверждает стремление регулятора к поэтапному отказу от контроля за курсом рубля и переходу к плавающему курсообразованию, то есть инфляционному таргетированию, с возможностью более эффективного воздействия на денежное предложение посредством ставок.

Основной мотивацией для расширения коридора служит цель подавления возросших инфляционных ожиданий. Усиление монетарных рисков и перспектива ускорения инфляции до 9.7% г/г в феврале, а весной, возможно, и до 10-11% г/г, требует все более активной и действенной антиинфляционной политики (в данном случае – расширение коридора), причем в ущерб возросшим рискам возобновления притока спекулятивного капитала. Дело в том, что недавнее повышение ставок Банком России усилило и так подогретый растущими ценами на нефть интерес к рублевым активам.

Между тем смягчить негативный эффект от возросших стимулов для притока капитала способно повышение волатильности, которое снизит предсказуемость динамики курса рубля для спекулянтов.

Важно отметить, что рост покупок валюты ЦБ в феврале связан не с изменением параметров интервенций, а с более интенсивным притоком экспортной выручки от растущей цены на нефть, излишки которой ЦБ изымает с рынка, препятствуя чрезмерному укреплению рубля. Так, среднесуточный объем интервенционных покупок в феврале возрос до USD300 млн. и более против USD100-150 млн. в январе 2011 г.

Суммарный объем покупок валюты ЦБ в феврале – USD4.5 млрд. – превышает наши оценки общей величины целевых интервенций, рассчитанных на основе изменения стоимости ЗБР, - порядка USD3.6 млрд., что может говорить о наличии в феврале накопленных интервенций, предполагающих разовый сдвиг границ целевого коридора на 5 копеек. Такие предположения не противоречат озвученным новым границам коридора RUB32.45-37.45.

Сокращение объема «накопленных интервенций» на USD50 млн. до USD600 млн. и минимальное присутствие ЦБ на валютном рынке отвечает долгосрочной цели регулятора по либерализации валютной политики. Приверженность сохранению умеренных интервенций служит безусловным плюсом с точки зрения ограничения вливаний на рынок рублевой ликвидности, высвобождаемой за счет покупок валюты ЦБ, и связанного с этим подавления инфляционного давления.

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru

☎ 789-35-94



ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

НЕФТЬ И ГАЗ

ТНК-ВР (Ваа2/ВВВ-/ВВВ-): рекордные итоги 2010 года позволят продолжить развитие на международной арене; первичное предложение будет небольшим

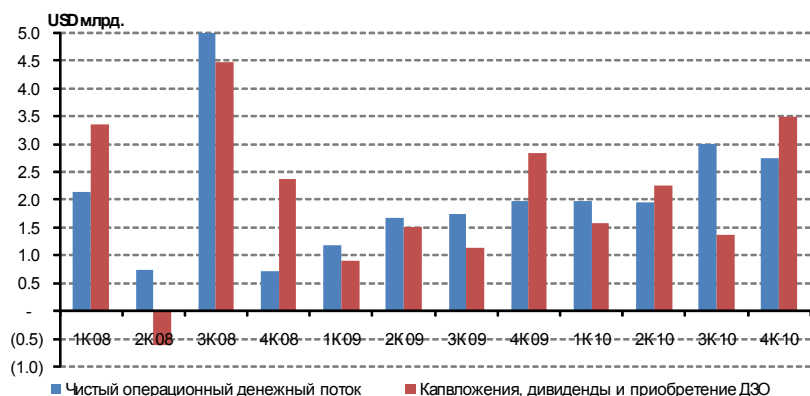
Вчера ТНК-ВР предоставила отчетность по своей операционной и финансовой деятельности за 2010 год, которая послужила очередным доказательством того, что компания по праву входит в первый эшелон российских заемщиков. Финансовые показатели по итогам года стали рекордными за всю историю компании, в то время как операционно ТНК-ВР продолжает замещать добычу старых месторождений нефтью с greenfields. Также компания продолжает развиваться и на международном направлении.

Основные цифры по итогам 2010 года таковы:

- Совокупные доказанные **запасы углеводородов** выросли на 12% (с 11.7 млрд. барр. н.э. до 13.1 млрд. барр. н.э.)
- **Добыча нефти** выросла с 81.6 млн. тонн до 83.3 млн. тонн (на 2.1%), в основном за счет новых месторождений – Уватского, Верхнечонского и Каменного. **Добыча газа** увеличилась с 12.4 до 13.2 млрд. куб. м. (6.5%).
- **Переработка нефти** в 2010 году составила 35.6 млн. тонн против 32.9 млн. тонн годом ранее. Коэффициент переработки, таким образом, вырос с 40.3% до 42.7%
- Ряд **финансовых показателей** достиг исторических максимумов, в частности EBITDA, чистый операционный денежный поток, свободный денежный поток (см. таблицу). Рентабельность по EBITDA за год несколько снизилась – до 23.3% с 25.2%, однако все равно остается на хорошем уровне.
- **Долговая нагрузка** продолжает оставаться на безопасном уровне – 0.7x по показателю «Долг/EBITDA». Фактически он бы мог даже сократиться, если бы не привлечение синдицированного кредита (USD1 млрд.) в 4К 2010 на приобретение венесуэльских и вьетнамских активов у материнской ВР.

Отдельно мы выделяем крепкое положение ТНК-ВР в плане ликвидности. Как видно из диаграммы, компании практически всегда удается покрыть свои крупные траты за счет операционной деятельности. По-видимому с этим связана редкость нового предложения публичного долга со стороны российско-британского СП.

ДИАГРАММА. ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ ТНК-ВР ПОКВАРТАЛЬНО



Источник: данные компании, НБ «ТРАСТ»

По словам финансового директора ТНК-ВР, в 2011 году компания может занять порядка USD500 млн. на рефинансирование погашаемого **TNK 11**. На наш взгляд, это не должно повлиять на кривую бондов, а с учетом привлекательности ряда новых выпусков последнего времени бумаги ТНК-ВР также могут стать свежей идеей.

Из факторов, которые в дальнейшем могут существенно повлиять на кредитоспособность нефтяной компании, мы отмечаем активный интерес к участию в новых проектах. В зависимости от судьбы сделки Роснефти с ВР, возможного приобретения алжирских активов ВР, польской Grupa Lotos будет определяться дальнейшая финансовая и долговая политика ТНК-ВР. По нашим оценкам, порядка USD8 млрд. компания может безболезненно привлечь с рынка в случае



необходимости.

В еврооблигациях ТНК-ВР мы не видим интересных идей на текущий момент.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТНК-ВР

US GAAP, USD млрд.	2007	2008	2009	2010
Выручка	35.0	51.9	34.8	44.6
ЕВИТДА	8.7	10.1	8.8	10.4
Чистая прибыль	5.7	5.6	5.3	6.3
Чистый операционный денежный поток	5.5	8.6	6.6	9.7
Капвложения, дивиденды и приобретение ДЗО	6.3	9.6	6.4	8.7
Свободный денежный поток	2.2	4.7	4.1	6.2
Совокупный долг в т.ч.	1.9	8.0	7.0	7.1
Краткосрочный долг	0.3	1.9	1.4	1.1
Денежные средства и эквиваленты	0.6	1.7	0.9	1.8
Активы	27.9	28.7	29.4	33.1
Показатели				
ЕВИТДА margin (%)	24.8%	19.5%	25.2%	23.3%
ЕВИТДА/проценты (x)	52.0	20.2	33.6	43.1
Долг/ЕВИТДА (x)	0.2	0.8	0.8	0.7
Чистый долг/ЕВИТДА (x)	0.1	0.6	0.7	0.5
Долг/Собственный капитал (x)	0.1	0.5	0.4	0.4

Источник: данные компании, НБ «ТРАСТ»

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

Нафтогаз (WR/NR/CCC) планирует IPO в 2012-2013 году; вряд ли этим можно воспользоваться на рынке евробондов

Вчера предправления украинской нефтегазовой компании «Нафтогаз Украины» заявил, что компания может провести IPO в 2012-2013 гг.

КОММЕНТАРИЙ

Мы скептически относимся к возможному размещению акций проблемной украинской компании. По сути, она полагается на государство, чересчур обременена долгами, денежные потоки в глубоко отрицательной зоне. В 2009 году компания провела реструктуризацию своего единственного выпуска евробондов.

Информационная прозрачность компании также страдает. Последняя МСФО отчетность приводится лишь за 2009 год, прочая информация о ней также ограничена. Безусловно, в случае раскрытия компании для рынка она может стать чуть более привлекательной. Однако, на наш взгляд, текущая ситуация на рынке евробондов, при которой спред **Naftogaz 14** к суверенной кривой Украины составляет лишь 50 бп, не отражает реальных рисков компании.

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

ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ

Коммерческий суд Лондона отказал Telenor в наложении обеспечительных мер на VimpelCom Ltd (NR); ожидаем одобрения сделки акционерами

Коммерческий суд Лондона вчера отказал норвежскому Telenor в наложении обеспечительных мер на VimpelCom Ltd. Altimo, VimpelCom Ltd., и структуры Нагиба Савириса приняли на себя обязательства осуществить допэмиссию в пользу Telenor и выплатить ей недополученные дивиденды в случае, если компания выиграет арбитражное разбирательство.

Собрание акционеров VimpelCom Ltd. пройдет, как и было запланировано, 17 марта.

КОММЕНТАРИЙ

Напомним, что Telenor обратилась в Коммерческий суд Лондона с иском к Altimo и VimpelCom Ltd. с требованием реализации своего преимущественного права на выкуп допэмиссии акций. Мы ранее предполагали (см. Навигатор долгового рынка от 8.02.2011), что действия Telenor были направлены, прежде всего, на затягивание сделки, которое привело бы к ее срыву. Если бы Коммерческий суд Лондона принял сторону Telenor и наложил обеспечительные меры, собрание акционеров пришлось бы



отложить, а это дало бы повод структурам Нагиба Савириса развернуть сделку (ранее представители Wind Telecom говорили, что крайний срок принятия окончательного решения о сделке – конец марта).

Отказ в наложении обеспечительных мер лишает Telenor надежды добиться отмены сделки без длительных судебных разбирательств. Общее собрание акционеров VimpelCom Ltd. будет проходить в ранее запланированную дату 17 марта, и мы ожидаем, что акционеры одобряют сделку с Wind Telecom.

Представители Altimo заявили, что будут добиваться как можно более быстрого разрешения всех арбитражных разбирательств. Однако, в случае одобрения сделки акционерами, осуществить это вряд ли получится. С большой вероятностью Telenor будет пытаться оспорить сначала решение менеджмента VimpelCom Ltd. относительно сделки, а затем и решение общего собрания акционеров. По всей видимости, VimpelCom Ltd. ждет новый изнуряющий конфликт основных акционеров, что будет оказывать негативное влияние на котировки еврооблигаций дочернего ВымпелКома.

Вчера евробонды ВымпелКома позитивно отреагировали на эту новость. Их спред к еврооблигациям МТС уже снизился до минимальных значений, что, на наш взгляд, выглядит слишком агрессивно. После сделки кредитные метрики МТС и ВымпелКома будут отличаться уже существенно, а учитывая возможное понижение рейтинга последнего на одну ступень, спред должен составлять как минимум 50 бп.

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

ПРОМЫШЛЕННОСТЬ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ РЫНОК

Правила рынка мощности могут быть изменены; негативно для генерирующих компаний

Как пишут сегодня СМИ, НП «Совет рынка» предлагает изменить правила, действующие на рынке мощности с 1 января текущего года. Предполагается, что новая схема не будет включать ценовые заявки.

КОММЕНТАРИЙ

Новый принцип конкурентного отбора мощности, вступивший в силу только в январе текущего года, предлагается кардинально изменить. Главное изменение, которое предполагается ввести, это отказ от ценовых заявок. По новым правилам продавцы и покупатели будут предоставлять заявки, содержащие только объемы их предложения и спроса. Цена же будет определяться не по маргинальному принципу, а на основе свободных договоров, заключаемых непосредственно между производителями и потребителями.

На первый взгляд, новые правила выглядят негативно для всей отрасли по нескольким причинам:

- Более эффективные генераторы не будут получать дополнительные доходы за счет более низкой себестоимости производства;
- Новый аукцион по конкурентному отбору мощности может быть сдвинут с июля на сентябрь;
- Значительно возрастают риски дальнейшего вмешательства регуляторов в рыночные механизмы;
- Как следствие, возрастает неопределенность с перспективами самого рынка мощности

Мы уже отмечали, что изменения правил игры серьезно снижают прогнозируемость финансового состояния компаний отрасли, что в свою очередь приводит к снижению их инвестиционной привлекательности. На наш взгляд, обращающиеся долговые инструменты генкомпаний не отреагируют на последнее решение, однако их новые предложения могут испытать на себе более низкий спрос со стороны инвесторов.

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



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 РФЗ
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.