

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- Австрия призывает **Португалию** быстрее решить вопрос о внешней финансовой помощи; Лиссабон, вероятно, будет ждать итогов саммита ЕС
- Наивысший спрос с сентября 2008 года на аукционе **UST30**, вложения нерезидентов в UST растут
- Разнонаправленная динамика в корпоративных и суверенных бумагах сохранилась; **суверенный евробонд** в рублях продолжил корректироваться
- Ждем **разнонаправленной динамики** и пониженной активности на российском долговом рынке
- **ХКФБ** размещает 3-летние еврооблигации; условия выглядят привлекательно
- **РСХБ** озвучил ориентир по доходности для 5-летних рублевых евробондов; участие в выпуске интересно ([стр. 2-4](#))
- Роад-шоу евробондов **РЖД** в британских фунтах пройдет 14-16 марта

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- Равновесие **денежного рынка** ожидаемо сместилось в сторону более высоких ставок
- Коррекция курса **рубля** сопровождается небольшим повышением трехмесячных ставок NDF
- Рублевый рынок в четверг: в сегменте **ОФЗ** незначительное снижение цен в ближней и средней частях кривой, аукцион **ОБР-17** состоялся
- **Система** может предложить премию ко вторичному рынку; справедливую доходность видим на уровне нижней границы объявленного диапазона
- **Почта России** выходит на публичный долговой рынок; справедливый уровень доходности видим ближе к верхней границе маркируемого диапазона
- **ЛСР** открывает книгу заявок; предварительные ориентиры привлекательны ([стр. 5-7](#))

МАКРОЭКОНОМИКА

- Замедление **инфляции** может и не стать трендом; в ответ **ЦБ** может продолжить ужесточение **монетарной политики** ([стр. 8](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- **Лукойл**: отчетность за 2010 год – никаких сюрпризов; запланированный рост инвестпрограммы не критичен; облигации оценены справедливо
- **ОТП Банк** планирует выпустить рублевые облигации; предложение интересно с середины диапазона ([стр. 9-10](#))
- **Русал** выплатил кредиторам с начала года USD835 млн., из них USD530 млн. за счет выпущенных облигаций; выплаты идут с опережением графика, предусмотренного договоренностями; позитивно для кредиторов
- **Интер РАО** планирует выйти на публичный долговой рынок с 16 выпусками облигаций совокупным объемом RUB100 млрд. Вероятно формирование еще одной бенчмарк-кривой для сектора электроэнергетики

СЕГОДНЯ

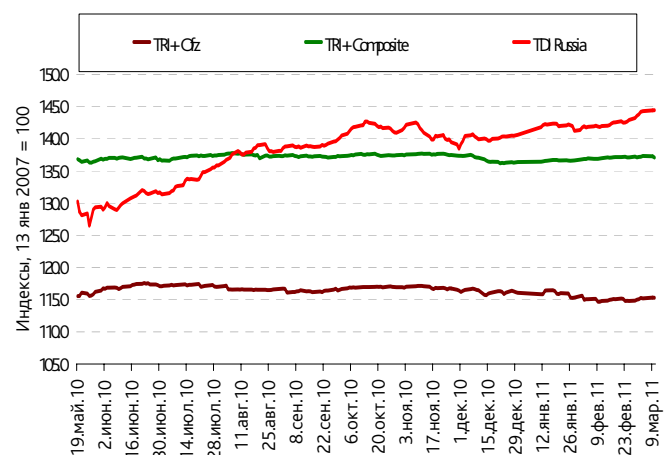
- Внеочередной саммит ЕС
- Статистика **США**: розничные продажи, индекс потребительских настроений Мичиганского университета

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	Value	Д Day	Д Month	Д YTD
EMBI+Rus spread	↑ 177.00	12.00	6.00	-22.00
EMBI+ spread	↑ 265.97	11.46	13.82	24.84
Russia 30 Price	↓ 116.54	- 1/8	+1 7/8	+ 7/8
Russia 30 Spread	↑ 123.80	+9.60	-0.50	-24.70
Russia 5Y CDS	↑ 130.64	+4.07	-13.33	-15.87
UST 10y Yield	↓ 3.388	-0.08	-0.31	+0.05
BUND 10y Yield	↓ 3.248	-0.04	-0.05	+0.33
UST 10y/2y Yield	↓ 274.3	-4	-12	+1
Mexico 33 Spread	↑ 229	+9	+11	-3
Brazil 40 Spread	↑ 144	+8	+220	+195
Turkey 34 Spread	↑ 292	+2	+21	+35
ОФЗ 26199	↓ 5.66	-0.01	-0.22	-0.58
Москва 50	↑ 5.49	+0.00	-0.06	-0.40
Мособласть 8	↑ 7.83	+0.11	+0.04	-0.69
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	0.00
МТС 3	↑ 7.65	+0.21	+0.17	+0.19
Руб / \$	↑ 28.436	+0.264	-0.865	-1.915
\$ / EUR	↓ 1.379	-0.012	+0.020	+0.044
Руб / EUR	↓ 39.315	-0.089	-0.672	-1.173
NDF 1 год	↑ 4.360	+0.030	-0.360	-0.340
RUR Overnight	↑ 2.55	+0.0	-0.2	
Корсчета	↑ 698.5	+138.90	+291.60	-189.80
Депозиты в ЦБ	↓ 637.8	-115.80	-534.10	+68.20
Сальдо опер. ЦБ	↓ 483.40	-130.10	+128.60	+547.20
RTS Index	↓ 1943.37	-3.41%	+4.72%	+9.64%
Dow Jones Index	↓ 11984.61	-1.87%	-2.00%	+2.69%
Nasdaq	↓ 2701.02	-1.84%	-3.20%	+0.35%
Золото	↓ 1417.40	-0.86%	+3.89%	+0.18%
Нефть Urals	↓ 111.33	-1.00%	+13.26%	+20.75%

TRUST Bond Indices

	TR	Д Day	Д Month	Д YTD
TRIP High Grade	↓ 249.76	-0.56	1.81	4.19
TRIP Composite	↓ 235.30	-0.33	0.26	1.11
TRIP OFZ	↓ 183.18	-0.03	1.03	-0.83
TDI Russia	↑ 226.41	0.04	4.11	4.16
TDI Ukraine	↑ 225.45	0.05	3.16	3.15
TDI Kazakhs	↑ 186.07	0.04	2.61	4.19
TDI Banks	↑ 225.09	0.04	3.45	4.31
TDI Corp	↑ 239.77	0.04	4.65	5.08

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices




ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Австрия призывает Португалию быстрее решить вопрос о внешней финансовой помощи; Лиссабон, вероятно, будет ждать итогов саммита ЕС

Министр финансов Австрии в интервью Financial Times призвал Португалию как можно скорее решить вопрос о необходимости внешней помощи со стороны ЕС/МВФ. По его мнению, Лиссабон должен извлечь уроки из ситуации в Греции и Ирландии и не затягивать с принятием решения. Примечательно, что заявление было сделано накануне намеченного на сегодня внеочередного саммита ЕС.

Учитывая, что власти Португалии в последнее время вынуждены практически ежедневно опровергать необходимость в финансовой поддержке извне, мы рассматриваем подобные словесные интервенции как фактическое давление на Лиссабон. Тем не менее, с нашей точки зрения, Лиссабон, если и согласится принять финансовую помощь, то не раньше запланированного на конец марта саммита ЕС, в ходе которого европейские лидеры должны представить конкретные меры по укреплению финансовой стабильности в еврозоне.

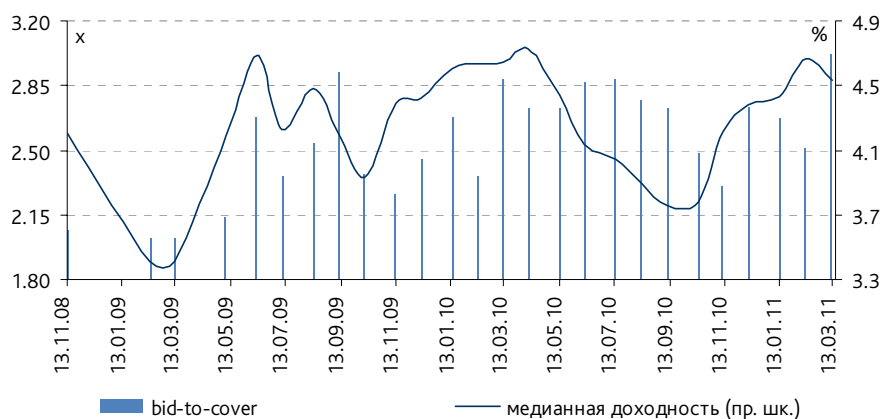
Наивысший спрос с сентября 2008 года на аукционе UST30, вложения нерезидентов в UST растут

Ситуация в сегменте UST развивается в соответствии с нашими озвученными ранее ожиданиями – движение вблизи нижней границы диапазона 3.3-3.7% в терминах UST10, пробитие которой мы по-прежнему ожидаем в ближайшее время.

Последний на уходящей неделе аукцион UST30 показал небывалый в период после сентября 2008 года интерес инвесторов – значение bid-to-cover составило 3.02x при среднем переспросе на аукционах в данной длине с начала 2010 года в 2.67x. Вместе с тем говорить о повышенном интересе участников-нерезидентов оснований нет – доля Indirect bids в общем объеме удовлетворенных заявок составила около 41% – не самое большое значение с начала года.

Медианная доходность размещения составила 4.53%, на закрытие торговой сессии в США доходность UST30 снизилась до 4.51%.

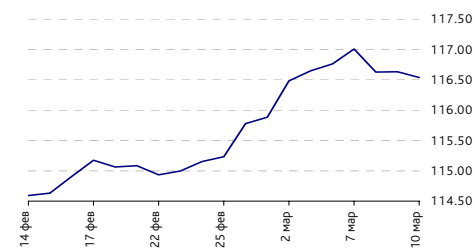
ДИАГРАММА 1. ЗНАЧЕНИЯ ПЕРЕСПРОСА И МЕДИАННАЯ ДОХОДНОСТЬ НА АУКЦИОНАХ UST30, ОКТЯБРЬ 2008 – МАРТ 2011.



Источник: <http://www.treasurydirect.gov>

Обнародованные вчера ФРС данные об изменении баланса за неделю 3-9 марта показали увеличение объемов UST на депозитарных счетах иностранных инвесторов в ФРС на USD12.7 млрд. – что мы также рассматриваем как фактор поддержки для цен UST. Их текущая величина составляет USD2.636 трлн.

Russia 30 (Price)



US Treasuries 10 Year (YTM)

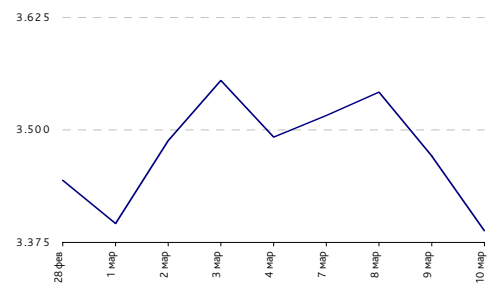


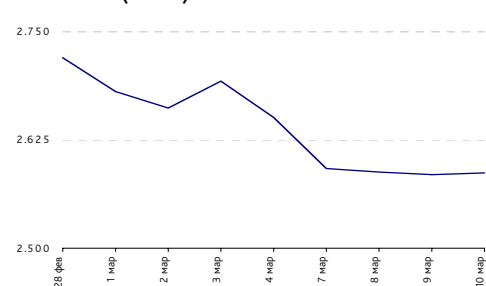


ДИАГРАММА 2. 1-НЕДЕЛЬНОЕ ИЗМЕНЕНИЕ ОБЪЕМОВ UST НА ДЕПОЗИТАРНЫХ СЧЕТАХ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ В ФРС И ДОХОДНОСТЬ UST10, 2010-2011, НЕДЕЛЬНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: <http://www.federalreserve.gov>, Bloomberg

Brazil 40 (YTM)



Разнонаправленная динамика в корпоративных и суверенных бумагах сохранилась; суверенный евробонд в рублях продолжил корректироваться

Российские корпоративные евробонды в четверг не смогли показать единой динамики. В нефтегазовом секторе слабый рост был отмечен в длинных бумагах Газпрома (+10 бп), в то время как выпуски Новатэка просели в среднем на 20 бп. Подешевели также долгосрочные евробонды Евраза – на 25 бп. Аналогичные потери понес и ВымпелКом. В банковском секторе активность была невысокой – небольшое снижение стоимости прошло по длинным бумагам ВТБ (-15 бп) и Россельхозбанка (-10 бп), однако долгосрочные евробонды ВЭБа прибавили порядка 10 бп.

Преобладали продажи и в суверенных бумагах. Так, **Russia 30** потеряла 10 бп и опустилась в цене до 116.54% от номинала, при этом спред **Russia 30 – UST10** еще немного расширился по сравнению со средой и составил 124 бп. Коррекция по рублевому суверенному выпуску продолжилась с новой силой – евробонд **Russia 18R** подешевел сразу на 50 бп – до 101.4% от номинала.

Ждем разнонаправленной динамики и пониженной активности на российском долговом рынке

Пятница на российском долговом рынке, скорее всего, продолжит тенденцию четверга – мы ждем разнонаправленной динамики и невысокой активности. Внешний фон не благоприятствует спросу на активы EM – торги в США закрылись накануне в красной зоне из-за слабых данных с рынка труда, фьючерсы на американские фондовые индексы заметно снизились по сравнению с уровнем закрытия основных торгов в России, на биржах Азии также наблюдается отрицательная динамика. Тем не менее цены на нефть, показавшие накануне значительную волатильность, по-прежнему находятся на высоком уровне (за бочку Brent дают USD114.7).

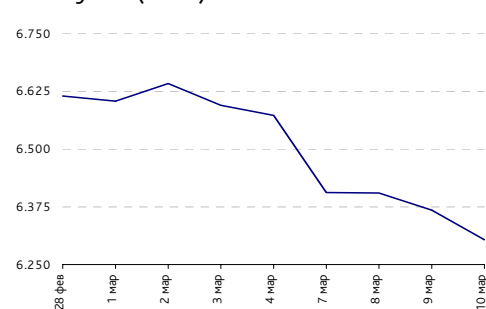
Хоум Кредит Финанс Банк (ВаЗ/В+/NR) размещает 3-летние еврооблигации; условия выглядят привлекательно

Сегодня состоится размещение 3-летних еврооблигаций Хоум Кредит Финанс Банк (ХКФ Банк). По данным Bond Radar, ориентир по доходности составляет YTM 7.00-7.25%.

Мы считаем покупку бумаг ХКФ Банка достаточно привлекательной, поскольку эмитент является крепким розничным банком с сильной структурой акционеров (PPF Group) и устойчивыми финансовыми показателями (NPLs 6.9%, NIM 20.2%, TCAR 33.5% по данным МСФО за 2010 год). В то же время справедливое значение доходности нового выпуска мы видим даже ниже озвученного диапазона – ближе к YTM 6.70%. Однако при текущем негативе на рынках мы не исключаем установления доходности ближе к верхней границе указанного ориентира и не ждем от бумаг опережающего роста котировок на вторичном рынке.

Мы полагаем, что новый выпуск должен предлагать дисконт к бумагам другого розничного частного Банка Русский Стандарт, кредитный профиль которого нам видится слабее. Так, на текущий момент более длинный субординированный выпуск **Russian Standart 15** торгуется с доходностью YTM 7.91%. На наш взгляд, премия данных бумаг к новому выпуску ХКФ Банка должна как минимум

Turkey 34 (YTM)





составлять 120-140 бп, что соответствует доходности в YTM 6.50-6.70%. При этом премия евробондов ХКФ Банка к кривой Альфа-Банка в размере 100-120 бп выглядит вполне адекватной.

РСХБ (Ваа1/NR/BBB) озвучил ориентир по доходности для 5-летних рублевых евробондов; участие в выпуске интересно

Bond Radar вчера сообщил, что ориентир по доходности 5-летних рублевых еврооблигаций находится на уровне YTM 8.70%. Был также озвучен объем размещения в RUB60 млрд.

Вчера мы писали, что справедливый, на наш взгляд, уровень доходности составляет YTM 8.00-8.20% плюс премия в 20-30 бп за более длинную дюрацию. Более высокая доходность YTM 8.70%, на наш взгляд, является следствием негативного внешнего фона и желанием банка привлечь большую сумму. Напомним, что ранее озвучивался целевой объем размещения бумаг на сумму RUB30 млрд. Впрочем, принимая во внимание интерес инвесторов к рублевым еврооблигациям как таковым, мы полагаем, что банку вполне по силам разместить бумаги по более выгодной для себя цене.

Алексей Тодоров, aleksey.todorov@trust.ru ☎ 647-23-62
Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru ☎ 647-23-64
Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru ☎ 647-23-59



ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Равновесие денежного рынка ожидаемо сместилось в сторону более высоких ставок

Несмотря на внешнее спокойствие, когда [чистый запас ликвидности](#) стабилизировался на уровне RUB1.8 трлн., 70% из которых в остатках на корсчетах и депозитах, вчера на денежном рынке можно было наблюдать интересную картину. В отсутствие аукционов с более привлекательной доходностью, банки предпочли реализовать пришедший накануне приток ликвидности – порядка RUB20 млрд. – в неожиданную покупку **ОБР-17** на RUB19.1 млрд. (из заявленных RUB25 млрд.). Вдобавок, весьма существенный объем средств кредитные организации предпочли вложить в депозиты ЦБ. Так, «ушедшие» вчера с [корсчетов](#) RUB246.6 млрд. (до RUB451.9 млрд.) «перетекли» на [депозиты](#), увеличив их на RUB220.1 млрд. (до RUB857.9 млрд.), причем разница в RUB26 млрд. вполне может объясняться «зарезервированным» под сегодняшние расчеты по **ОБР-17** фондированием.

Отметим, что в ходе подъема ставок со стороны ЦБ равновесие денежного рынка ожидаемо сместилось в сторону более высокой стоимости привлечения. Кроме того, менее равномерное распределение средств сделало рынок чувствительным к малейшим изменениям ликвидности. Так, вчерашний отток ликвидности тут же трансформировался в удорожание 1-дневного фондирования на [МБК](#). Если с утра стоимость средств на межбанке по инерции составляла высокие 3.0-3.5%, то днем она снизилась лишь до 3.0-3.25%, а закрытие и вовсе проходило на уровне, превышающем стоимость депозитов овернайт (3.0%) – 3.0-3.15%. На этом фоне более уверенно смотрится сегмент 1-дневного междилерского РЕПО, где средние ставки по сделкам под залог облигаций [1-го эшелона](#) и [под залог ОФЗ](#), вопреки оттоку ликвидности, задержались на отметке 3.54% и 3.6% соответственно. Несмотря на слабую активность на валютном рынке, повыше были ставки и в сегменте [валютных свопов](#) – 3.0-3.2% на закрытие.

Следующая неделя будет богата на события для денежного рынка, главным из которых, пожалуй, станет начало налогового периода с выплат по страховым взносам (15 марта), но мы не ожидаем каких-либо существенных негативных последствий для ликвидности и ставок из-за встречного притока от расходов бюджета и погашений.

Коррекция курса рубля сопровождается небольшим повышением трехмесячных ставок NDF

Цена бивалютной корзины, составляя на открытие RUB33.35, опустилась лишь в первые полчаса торгов, достигнув дневного минимума RUB33.28, после чего плавно подрастала, подойдя к отметке RUB33.46 на закрытие. Мы полагаем, что после предпраздничного ажиотажного спроса нынешнее ослабление рубля представляет собой коррекцию, усиленную снижением цен на нефть и ухудшением внешнего фона.

Необходимо учитывать, что расширение целевого коридора увеличило волатильность курса рубля. Рынок остается восприимчивым к любым изменениям новостного фона. Так, вчерашнее ослабление национальной валюты сопровождалось хотя и небольшим, но повышением [трехмесячных ставок NDF](#) – до 3.08-3.23% (против 3.06-3.19% накануне).

Рублевый рынок в четверг: в сегменте ОФЗ незначительное снижение цен в ближней и средней частях кривой, аукцион ОБР-17 состоялся

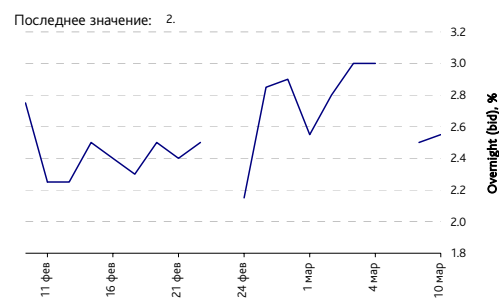
Покупок вдоль кривой ОФЗ в четверг не было – цены выпусков в короткой и средней длине незначительно припали (в целом не более чем на 5 бп), в дальних сроках существенных изменений к предыдущему дню не было. Наиболее ликвидные торги в контексте объема торгов/количества сделок проходили в **ОФЗ 25076** (-1 бп) и **ОФЗ 25071** (-3 бп). В ходе вчерашнего доразмещения **ОБР-17** в объеме RUB25 млрд. спрос нашелся на RUB19.9 млрд.

В корпоративном сегменте снижение цен было более выраженным. В первом эшелоне наибольшая торговая активность присутствовала в выпусках **Газпром нефть БО-5** (-59 бп), **Транснефть-3** (-23 бп) и **Алроса-23** (без изменений к предыдущему дню).

Система (ВаЗ/ВВ/ВВ-) может предложить премию ко вторичному рынку; справедливую доходность видим на уровне нижней границы объявленного диапазона

Вчера стали известны параметры нового выпуска АФК «Система»: 5-летние

Ставка overnight (максимум, bid)





облигации будут иметь амортизационную структуру, поэтому дюрация выпуска составит около 2.4 лет. Новый выпуск маркируется с купоном в диапазоне 7.50-7.75% годовых, что транслируется в доходность 7.64-7.90%. Нижняя граница указанного диапазона лежит на кривой МТС, что с точки зрения котировок уже обращающихся облигаций Системы выглядит привлекательно.

Депозиты в ЦБ РФ

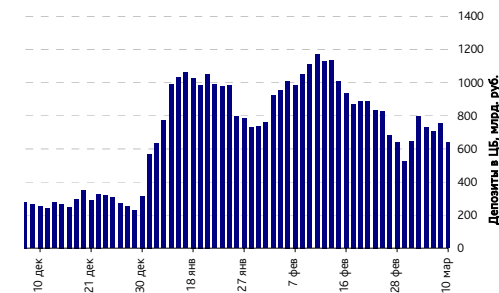
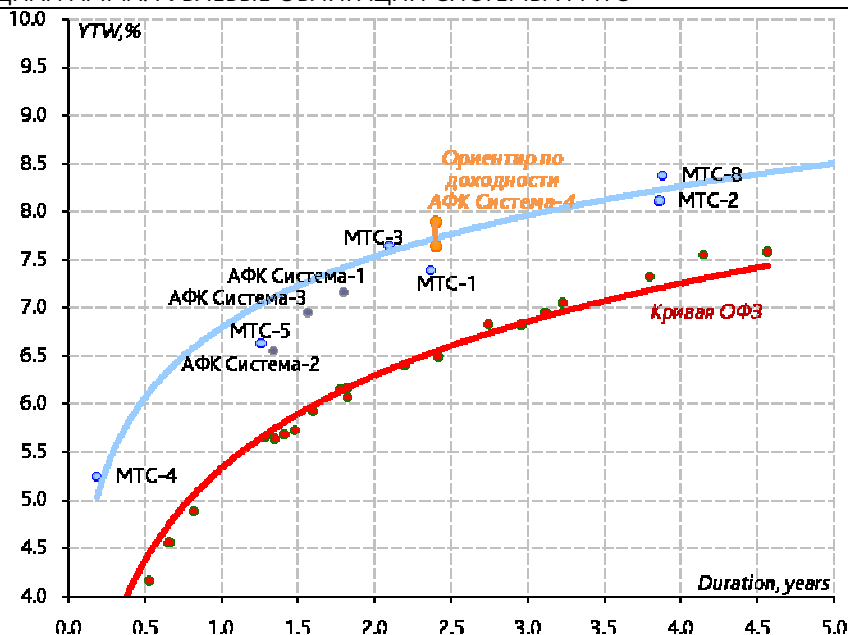


ДИАГРАММА. РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ СИСТЕМЫ И МТС



Источники: ММВБ, расчеты НБ ТРАСТ

Напомним, что ранее АФК «Система» предложила кредиторам досрочно предъявить облигации серий 2 и 3 к выкупу по цене 111.25% и 109.15% от номинала соответственно. Для реализации оферты кредиторам необходимо направить банку-организатору предложение по покупке нового выпуска облигаций Системы. То есть фактически существующим кредиторам на выгодных условиях предлагают поучаствовать в новом размещении.

На наш взгляд, новый выпуск будет успешно размещен вблизи нижней границы указанного компанией диапазона, причем большая часть выпуска перейдет к держателям облигаций 2-й и 3-й серий. Учитывая, что существующие выпуски имеют дисконт в 20 бп к кривой МТС, вполне можно ожидать положительной ценовой динамики нового выпуска в первые дни торгов на вторичном рынке.

Почта России (NR) выходит на публичный долговой рынок; справедливый уровень доходности видим ближе к верхней границе маркируемого диапазона

Почта России предложит инвесторам 5-летние бумаги с 3-летней офертой совокупным объемом RUB7 млрд. Ориентир по купону установлен в диапазоне 8.75-9.25%, что на наш взгляд выглядит агрессивно.

Почта России – крупный инфраструктурный ФГУП, имеющий статус естественной монополии и на 100% принадлежащий государству. В распространенном организаторами меморандуме отмечаются некоторые черты кредитного профиля компании, которые, на наш взгляд, имеют наибольшее значение:

- Выручка компании за последние 3 года росла с темпом около 10% в год, при рентабельности по EBITDA на уровне 3-4%. (В 2010 г. ожидается получить рентабельность ниже 2% из-за роста расходов на ремонт отделений);
- Большая часть услуг, оказываемых Почтой России, регулируется ФСТ, что ограничивает рост операционных показателей;
- Высокомаржинальные виды услуг (экспресс-доставка, EMS Почта России) дают не более 5-6% в выручке, однако демонстрируют самую высокую динамику роста.
- Совокупный долг компании на конец 2010 г. составил RUB10.6 млрд., чистый долг – всего около RUB0.6 млрд. благодаря значительному объему собственных денежных средств.



- Программа капитальных затрат включает расходы в размере около RUB17-19 млрд. ежегодно, которые по плану на 20% будут финансироваться за счет заемных средств.
- Стратегия развития компании включает создание на базе филиальной сети Почты России универсального банка.

Главными негативными чертами кредитного профиля компании при размещении дебютного выпуска будут:

- Отсутствие рейтинга от международных агентств;
- Отсутствие консолидированной отчетности по МСФО;
- Высокий уровень социальной значимости компании, как следствие – о росте рентабельности бизнеса говорить не приходится;
- Отсутствие государственной гарантии по телу и процентным выплатам

Принимая во внимание все вышесказанное, справедливая доходность дебютного выпуска облигаций Почты России находится, на наш взгляд, вблизи верхней границы маркетизируемого диапазона.

ЛСР (B2/NR/B-) открывает книгу заявок; предварительные ориентиры привлекательны

Вчера строительная компания Группа ЛСР открыла книгу заявок на выпуск **ЛСР БО-4**. 3-летние бумаги объемом RUB1.5 млрд. предлагаются по ставке купона 9.65-9.90% (УТМ 9.88%-10.14%). Таким образом, по нижней границе доходность фактически предлагает премию к кривой уже имеющихся выпусков компании на уровне 50 бп.

В последний месяц бумаги ЛСР пользовались неплохим спросом и выросли примерно на 100 бп по цене. Мы подтверждаем наше мнение, высказанное в специальном обзоре по ЛСР и ЛенСпецСМУ от 14.02.2010, о том, что бумаги этих компаний заслуживают сокращения спреда к кривой металлургов уровня «B1/B+» до 70-100 бп. В связи с этим и уже обращающиеся выпуски, и новая бумага кажутся нам привлекательными.

Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru

☎ 786-23-48

Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru

☎ 647-25-89

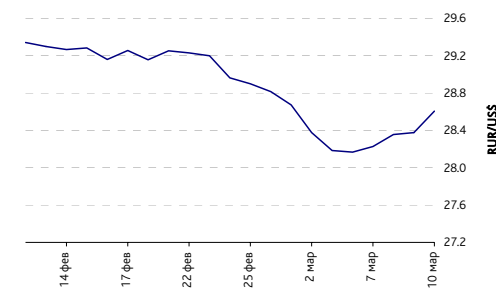
Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru

☎ 789-35-94

Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 647-23-64

Курс рубль/доллар



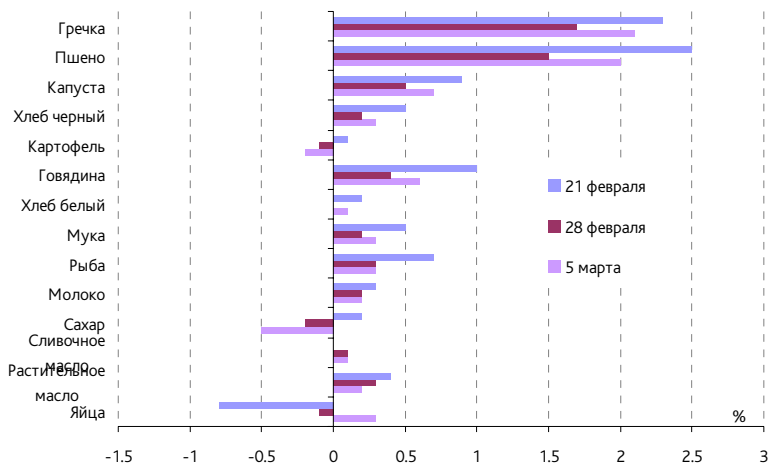


МАКРОЭКОНОМИКА

Замедление инфляции может и не стать трендом; в ответ ЦБ может продолжить ужесточение монетарной политики

Согласно опубликованным вчера данным ФСГС, инфляция с 28 февраля по 5 марта вторую неделю подряд держится на уровне 0.1%. Накопленный показатель с начала года достиг 3.3%.

ДИАГРАММА. НЕДЕЛЬНАЯ ИНФЛЯЦИЯ В ФЕВРАЛЕ-МАРТЕ 2011 Г.



Источник: ФСГС, расчеты НБ «Траст»

КОММЕНТАРИЙ

Комплекс антиинфляционных мер в виде госинтервенций, снижения импортных пошлин и подавления роста цен на топливо и электроэнергию, а также заметное укрепление рубля уже принесли свои плоды – последние две недели темпы инфляции стабилизировались на локальном минимуме 0.1%. Позитивное воздействие от административного вмешательства в большей мере ощущается на плодоовощной продукции, где рост цен по сравнению с началом февраля замедлился вчетверо до 0.3%, а также стоимости бензина и дизтоплива, которые дешевеют третью неделю подряд (-0.2% и -0.3% соответственно).

В целом динамика по продуктовому сегменту остается смешанной, – замедление темпов роста цен или их снижение на одни виды продуктов (курятина, сахар, картофель) практически полностью компенсируется более динамичным удорожанием других (гречка, пшено, хлеб, мука, яйца, говядина). По мере роста потребительской активности есть потенциал нарастания инфляционных рисков в непродовольственном сегменте.

При текущей ценовой динамике инфляция в марте может оказаться гораздо ниже 0.8%, зафиксированных в феврале, однако тенденция ускорения инфляции в годовом выражении до 10-11% к середине года по-прежнему прослеживается, что ставит под сомнение достижение 8% по итогам 2011 г.

Учитывая временный характер положительного эффекта от антиинфляционных мер правительства и необходимость заблаговременного подавления высоких инфляционных рисков, связанных с бюджетной политикой (расходы «сверх плана»), делает целесообразным дальнейшее повышение ставок на 25 бп в марте.

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



ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

НЕФТЬ И ГАЗ

Лукойл (Ваа2/ВВВ-/ВВВ-): отчетность за 2010 год – никаких сюрпризов; запланированный рост инвестпрограммы не критичен; облигации оценены справедливо

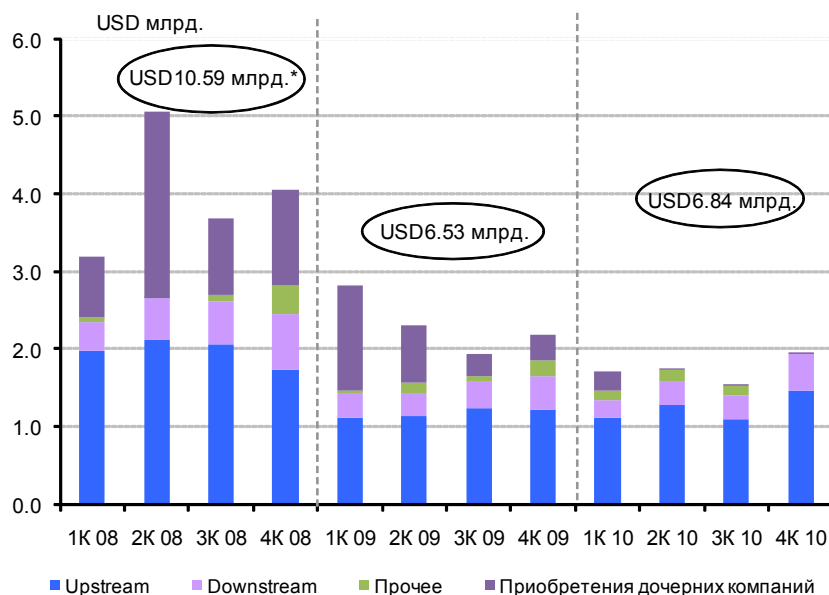
Вчера Лукойл презентовал итоги своей операционной и финансовой деятельности в 2010 году. Результаты не принесли каких-то сюрпризов, хотя рынок акций оказался недовольным более низкими, нежели консенсусные, результатами по прибыли. С кредитной же точки зрения Лукойл в очередной раз подтвердил безусловную устойчивость.

Из основных цифр, которые хотелось бы отметить, назовем следующие:

- **Добыча** в 2010 году составила 96 млн. тонн (против 97.6 млн. тонн годом ранее), из которых 89.8 млн. тонн добыто в России (91.9 млн. тонн в 2009). За прошедший год компанией было произведено 63.7 млн. тонн **нефтепродуктов** (63.4 млн. тонн).
- По показателям отчета о прибылях и убытках 2010 год напоминает 2008: **выручка** составила USD105 млрд., **ЕБИТДА** – USD16.1 млрд., **чистая прибыль** – USD9.1 млрд.
- Совокупный **долг** практически не изменился, составив USD11.2 млрд. на конец 2010 года, долговая нагрузка – 0.7х.

Отметим, что в 2010 году инвестиционная активность Лукойла выросла незначительно по сравнению с предыдущим годом, особенно если сравнить с ситуацией 2008 года (см. диаграмму). В 2011 году запланировано USD8.5 млрд. Исходя из риторики топ-менеджмента можно сделать вывод, что наиболее пристальное внимание в ближайшие годы будет уделено стабилизации добычи в Западной Сибири и иракскому проекту.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА КАПВЛОЖЕНИЙ И М&А АКТИВНОСТИ ЛУКОЙЛА



* Указанные цифры соответствуют только капвложениям за соответствующий год (не включая приобретения дочерних компаний)
Источник: данные компании

Мы считаем, что рост инвестиционных расходов, а также планируемое увеличение дивидендов (выплаты акционерам исторически не превышали USD1.6 млрд. ежегодно) будут не критичны для кредитного профиля Лукойла и будут органично вписываться в развитие компании. При высоких денежных потоках нефтяная компания, по-видимому, будет продолжать рефинансировать свои краткосрочные обязательства.

Публичные долговые инструменты Лукойла, на наш взгляд, не очень привлекательны для покупок: опережающего роста от них ожидать не стоит. Рублевые выпуски торгуются на одной кривой с Газпромом. Евробонды предлагают премию в 30-50 бп.



ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЛУКОЙЛА

US GAAP, USD млрд.	2007	2008	2009	2010	10/09
Выручка	81.9	107.7	81.1	105.0	29%
ЕБИТДА	15.4	17.1	14.1	16.1	14%
Чистая прибыль	9.6	9.2	7.1	9.1	29%
Чистый операционный денежный поток	10.9	14.3	8.9	13.5	52%
Капвложения, дивиденды и М&А	10.8	15.6	10.3	9.0	-17%
Свободный денежный поток	1.8	3.8	2.4	6.9	189%
Совокупный долг в т.ч.	7.0	9.8	11.3	11.2	-1%
<i>Краткосрочный долг</i>	2.2	3.2	2.1	2.1	3%
Денежные средства и эквиваленты	0.8	2.2	2.3	2.4	4%
Активы	59.6	71.5	79.0	84.0	6%
Показатели					
ЕБИТДА margin	18.8%	15.9%	17.4%	15.3%	
ЕБИТДА/проценты (x)	46.1	43.7	21.1	22.5	
Долг/ЕБИТДА (x)	0.5	0.6	0.8	0.7	
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	0.4	0.4	0.6	0.5	
Долг/Собственный капитал (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	

Источник: данные компании, НБ «Траст»

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

БАНКИ И ФИНАНСЫ

ОТП Банк (Ba1/NR/BV) планирует выпустить рублевые облигации; предложение интересно с середины диапазона

Вчера ОТП Банк открыл книгу заявок на покупку 2-й серии облигаций на сумму RUB2.5 млрд. Срок обращения бумаг составит 3 года, а ориентир по купону озвучен в диапазоне 8.50-9.00%. Книга будет открыта до 25 марта.

КОММЕНТАРИЙ

ОТП Банк входит в состав Венгерской OTP Group, бизнес которой также представлен в ряде стран Восточной Европы. Российский банк, судя по данным РСБУ, демонстрирует достаточно стабильные финансовые результаты. На протяжении последнего года он практически на треть увеличил **кредитный портфель** (до RUB75.8 млрд. на начало февраля), который представлен в основном займами физическим лицам (около 80%). Это позволило компенсировать эффект снижения ставок по кредитам и поддержать рост чистых процентных доходов и прибыли. Основным источником фондирования выступают **средства клиентов** (порядка 71%, или RUB58.4 млрд.), где также преобладают средства частных клиентов (63% от всех клиентских средств). Судя по динамике собственных средств, поддерживается и комфортный **уровень достаточности капитала** (Tier 1 составлял 13.4% по МСФО на начало 2010 года). На текущий момент у банка нет в обращении облигаций, а, исходя из отчетности по МСФО по итогам 2009 года, в 2011 году не предвидится погашений по субординированным займам.

К негативным моментам стоит отнести высокий уровень **просроченных кредитов** свыше 1 дня по данным РСБУ: 11.8% на 01.02.2011. Отметим также высокую долю **средств связанных сторон в фондировании**. Так, по данным МСФО за 2009 год, практически все средства банков и субординированные займы были предоставлены связанными с эмитентом сторонами и составили около 34% обязательств.

Предложенные параметры облигаций обеспечивают доходность к погашению YTM 8.68-9.20%. На наш взгляд, премия к чуть более короткому выпуску **Промсвязьбанк БО-3** (YTM 8.51%) должна составлять порядка 50 бп ввиду более крепкого кредитного профиля последнего и ориентации бизнеса ОТП Банка на розничный сектор. Наше виденье справедливого значения доходности соответствует середине озвученного диапазона, т.е. купону 8.80%.

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru
☎ 647-23-59



Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон, %	Лет до погашения/оферта	УТМ / УТР, %
Номос-Банк-16о	5000	7	3 / 1	NA / 7.12
УОМЗ ПО-3	1500	10.5	3 / 1	NA / 10.78
Уралвагонзавод НПК-2	3000	8.95	7 / 2	NA / 9.15
РУСАЛ Братск-7	15000	8.3	7 / 3	NA / 8.47
СБ Банк-16о	2000	9.75	3 / 1	NA / 9.98
ММК-46о	5000	7.65	3	NA / 7.80
Магнит-56о	5000	8	3	8.16
Уралсиб ЛК-16о	2000	9.5	3	9.84
ТрансФин-М-66о	500	8	3	8.16
НационалСтандарт КБ-1	1500	10	3 / 1	NA / 10.24

Ближайшие выпуски

Ориентир . Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/оферта
15 мар 11	ОАК-1	46280	TBD	9
15 мар 11	Полипласт-2	800	TBD	3 / 1
22 мар 11	ТКБ-2	1800	TBD	5 / 2
25 мар 11	МДМ Банк-26о	5000	TBD	3

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/ Погашение
11 мар 11	ВолгаТелеком-4	3 000	12	6.65	3 сен 13
15 мар 11	Восточный Экспресс-16о	1 000	12.5	7.5	7 мар 13
16 мар 11	ДГК	5 000	10.5	7.75	8 мар 13
18 мар 11	Нишне-Ленское-3	1 000	14	14	19 июл 11
21 мар 11	СИБУР-5	30 000	9	8	15 мар 13
22 мар 11	Эгида	62	9.1	9.1	20 сен 11
23 мар 11	СатурнНПО-2	2 000	11	9.25	20 сен 11
25 мар 11	МетроСтрой	1 500	7		
29 мар 11	ТатФондБанк-5	2 000	11	8.5	21 мар 12
30 мар 11	АРТУГ-2	500	16		
31 мар 11	Ай Теко-1	630	12.5		
31 мар 11	Элис-2	500	18.5	12	20 сен 12
4 апр 11	МБРР-2	3 000	8.5		
6 апр 11	КВАРТ	250	12		
8 апр 11	Фармпрепарат	23	12		

Налоговые выплаты

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

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. Иностранцы 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.