

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- Япония предпринимает экстренные меры по поддержке экономики после землетрясения; нефть откатывается на фоне благоприятных новостей из Саудовской Аравии
- Лидеры еврозоны одобрили новые масштабные меры по преодолению долгового кризиса; снижение напряженности на рынке госдолга вероятно, но полного «штиля» не ждем
- Инвесторы в пятницу продавали как еврооблигации компаний, так и РФ; суверенный евробонд в рублях продолжил дешеветь
- Торги на российском долговом рынке начнутся в минусе на внешнем негативе; инвесторов ждет насыщенная событиями неделя
- РСХБ и ХКФ Банк разместили еврооблигации; не видим потенциала для роста бумаг на вторичном рынке (стр. 2-3)

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- Ситуация с ликвидностью на постпраздничной неделе была комфортной; ставки МБК на низких уровнях
- Предстоящие налоговые выплаты и расчеты по аукционам ОБР и ОФЗ могут сопровождаться некоторым подъемом ставок
- Рубль подешевел из-за снижения аппетита к риску ввиду коррекции нефтяных котировок и ухудшения внешнего фона
- Рублевый рынок в пятницу: невысокая активность в сегменте ОФЗ, агрегированно по первому эшелону преобладали покупки (стр. 4-5)

МАКРОЭКОНОМИКА

- Федеральный бюджет остался профицитным по итогам февраля, хотя заметно упали несырьевые доходы; государство «связало» порядка RUB250 млрд. с начала года; ОФЗ в 2011 г. будет много (стр. 6)

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- Евраз подтверждает возможность продажи доли в Распадской; кредитных рисков по смене акционера немного; нейтрально для кредитного качества угольной компании и ее бондов
- Новатэк: рекордные 4К 2010 и весь 2010 год; кредитный профиль будет сохраняться на высоком уровне; евробонды вряд ли фундаментально интересны, хотя технически могут и подрасти
- ОГК-5 нейтрально отчиталась по МСФО за 2010 г.; операционные показатели растут при стабильной долговой нагрузке; облигации оценены справедливо
- S&P повысило рейтинг Альфа-Банку на одну ступень до «BB-»; логичное решение; еврооблигации оценены справедливо; не ожидаем реакции на долговом рынке (стр. 7-10)
- Рейтинг Евраз от S&P повышен на одну ступень до «В+» в связи с улучшением позиции ликвидности; решение запоздало на несколько месяцев, а потому вряд ли окажет влияние на бонды
- Президент России раскритиковал энергетиков за рост цен на электроэнергию. Все более вероятным видится сценарий увеличения регулирования отрасли и «разворота» реформы в сторону потребителя. Негативно для новых выпусков компаний отрасли
- Акционеры Дикси одобрили параметры допэмиссии акций для осуществления М&А сделки с сетью Виктория

СЕГОДНЯ

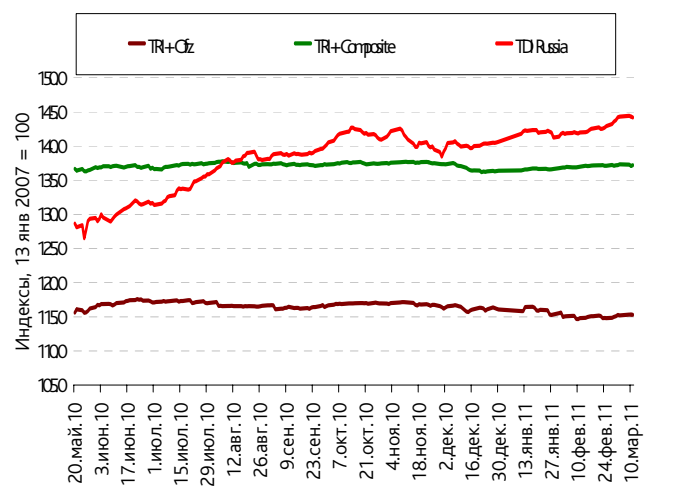
- Заседание Еврогруппы
- Размещение: ОБР-18

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↓ 175.00	-2.00	5.00	-24.00
EMBI+ spread	↓ 263.32	-2.65	6.43	22.19
Russia 30 Price	↓ 116.37	- 1/8	+1 5/8	+ 6/8
Russia 30 Spread	↑ 125.70	+1.90	-4.00	-22.80
Russia 5Y CDS	↑ 131.90	+1.26	-13.01	-14.61
UST 10y Yield	↑ 3.395	+0.01	-0.24	+0.06
BUND 10y Yield	↓ 3.212	-0.04	-0.08	+0.29
UST 10y/2y Yield	↑ 278.2	+4	-2	+4
Mexico 33 Spread	↑ 229	+0	+2	-2
Brazil 40 Spread	↑ 148	+4	+218	+198
Turkey 34 Spread	↑ 294	+2	+11	+37
ОФЗ 26199	↓ 5.66	-0.00	-0.10	-0.58
Москва 50	↑ 5.50	+0.02	-0.03	-0.38
Мособласть 8	↓ 7.79	-0.04	-0.00	-0.73
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	0.00
МТС 3	↓ 7.40	-0.25	-0.08	-0.06
Руб / \$	↑ 28.632	+0.337	-0.722	-1.719
\$ / EUR	↑ 1.391	+0.012	+0.036	+0.056
Руб / EUR	↑ 39.538	0.234	-0.597	-0.950
NDF 1 год	↑ 4.400	+0.040	-0.300	-0.300
RUR Overnight	↑ 3.10	+0.6	+0.9	
Корпчета	↓ 451.9	-246.60	+31.20	-436.40
Депозиты в ЦБ	↑ 857.9	+220.10	-273.50	+288.30
Сальдо опер. ЦБ	↑ 605.40	+122.00	+354.40	+669.20
RTS Index	↓ 1935.66	-0.40%	+2.44%	+9.20%
Dow Jones Index	↑ 12044.40	+0.50%	-1.86%	+3.20%
Nasdaq	↑ 2715.61	+0.54%	-3.34%	+0.90%
Золото	↑ 1419.68	+0.16%	+4.57%	+0.34%
Нефть Urals	↓ 109.28	-1.84%	+11.43%	+18.52%

TRUST Bond Indices

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↑ 250.28	0.51	2.24	4.71
TRIP Composite	↑ 235.49	0.20	0.38	1.31
TRIP OFZ	↓ 183.16	-0.02	0.79	-0.85
TDI Russia	↓ 225.95	-0.20	3.44	3.71
TDI Ukraine	↓ 224.95	-0.30	2.56	2.66
TDI Kazakhs	↓ 185.78	-0.20	2.01	3.91
TDI Banks	↓ 224.83	-0.12	3.02	4.06
TDI Corp	↓ 239.05	-0.27	3.61	4.36

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices




ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Япония предпринимает экстренные меры по поддержке экономики после землетрясения; нефть откатывается на фоне благоприятных новостей из Саудовской Аравии

Основной темой для мировых рынков, начиная с пятницы, безусловно является мощнейшее за всю историю метеонаблюдений землетрясение в Японии и последовавшее за ним цунами. Ущерб от стихии еще только предстоит подсчитать, однако власти страны и частный сектор уже предприняли масштабные меры по недопущению ухудшения ситуации в экономике. В частности, ЦБ страны сохранил низкую базовую ставку, а также увеличил вдвое объем антикризисного фонда – до USD122 млрд. и только за понедельник влил в экономику рекордные USD220 млрд.

Другим важным моментом мировой конъюнктуры стало снижение цен на нефть, которое, в нашем понимании, связано не с пересмотром в сторону ухудшения прогнозов по глобальной экономике, а с относительной стабилизацией ситуации на Ближнем Востоке, в частности, в Саудовской Аравии – основной для напряженного нефтяного рынка стране. По сообщениям СМИ, на «день гнева» в столице страны вышел лишь один человек, что значительно успокоило участников рынка «черного золота».

Лидеры еврозоны одобрили новые масштабные меры по преодолению долгового кризиса; снижение напряженности на рынке госдолга вероятно, но полного «штиля» не ждем

Напряженная для еврозоны неделя, в ходе которой были понижены рейтинги Греции и Испании, а доходности госбумаг отдельных периферийных стран преодолевали исторические рекорды, завершилась в пятницу принятием по итогам внеочередного саммита ЕС солидного пакета антикризисных мер. В частности, лидеры еврозоны достигли соглашения по следующим вопросам:

- Эффективный объем Европейского фонда финансовой стабильности (EFSF) будет увеличен до EUR440 млрд. против текущих оценок в EUR250 млрд.;
- EFSF получит право приобретать гособлигации проблемных стран на первичном рынке;
- Ставка по кредитам Греции будет снижена на 100 бп, а срок – увеличен с 3 до 7.5 лет;
- Объем Европейского стабилизационного механизма (ESM), который начнет функционировать в 2013 г., как и предполагалось, составит EUR500 млрд.

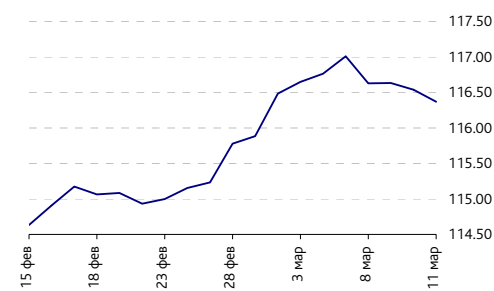
Решения, принятые европейскими политиками, стали для нас приятной неожиданностью и, в теории, должны снизить напряженность на долговом рынке региона. Так, даже несмотря на фактический запрет для EFSF приобретать госбумаги на вторичном рынке (на чем долго настаивал ЕЦБ), фонд сможет создать сильный спрос в ходе аукционов, что облегчит странам, находящимся в трудном финансовом положении, доступ к заемным средствам. В дополнение к итогам саммита ЕС, власти Португалии в пятницу заявили о намерении снизить госрасходы дополнительно на 0.8% в текущем году, на 2.5% - в 2012 г. и на 1.2% - в 2013 г.

Тем не менее, несмотря на решительные меры европейских политиков, мы все еще с осторожностью смотрим на перспективы развития ситуации в еврозоне. Так, мы бы не стали исключать вероятность обращения Португалии за помощью к ЕС/МВФ в течение ближайшего месяца-двух, а также возможную реструктуризацию греческого госдолга, даже несмотря на облегчение условий кредитования.

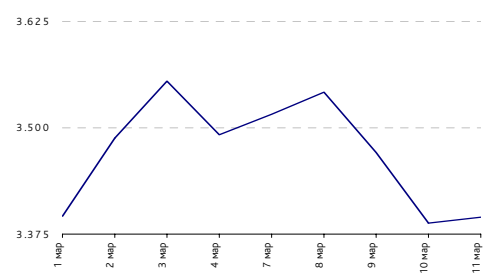
Инвесторы в пятницу продавали как еврооблигации компаний, так и РФ; суверенный евробонд в рублях продолжил дешеветь

Российский сегмент рынка еврооблигаций в пятницу продемонстрировал в целом отрицательную динамику на фоне смешанной статистики из США и сообщений о землетрясении в Японии. Так, существенная просадка была отмечена в длинных евробондах Газпрома (-75 бп). Бумаги Лукойла, ТНК-ВР и Транснефти также ушли в красную зону. Во втором эшелоне наблюдались распродажи – положительную динамику смог показать только выпуск **ТМК 18**, прибавивший скромные 10 бп. В банковском секторе основные потери понесли долгосрочные еврооблигации ВТБ

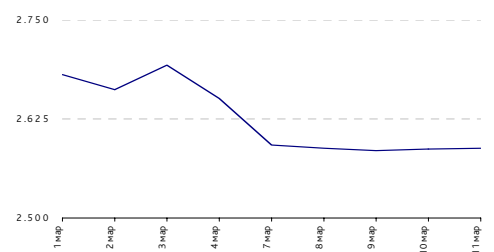
Russia 30 (Price)



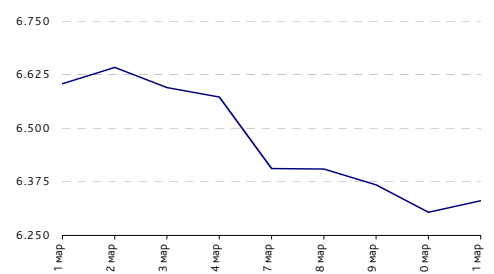
US Treasuries 10 Year (YTM)



Brazil 40 (YTM)



Turkey 34 (YTM)





(-10-80 бп), в то время как выпуск **Promsvyazbank 16**, напротив, попрос на 25 бп.

Суверенные бумаги подчинились общему негативному настрою инвесторов в отношении активов EM. **Russia 30** снизилась в цене чуть менее чем на 20 бп – до 116.37% от номинала. Спред **Russia 30 – UST10** остался практически неизменным по сравнению с четвергом и составил 126 бп. Рублевый суверенный евробонд продолжил дешеветь – **Russia 18R** просел на 25 бп – до 101.15% от номинала, а в ходе торгов стоимость бумаги снижалась до 100.5%.

Торги на российском долговом рынке начнутся в минусе на внешнем негативе; инвесторов ждет насыщенная событиями неделя

Начинающаяся неделя обещает быть достаточно богатой на информационные поводы. Инвесторам предстоит оценить эффективность принятых в ЕС новых антикризисных мер, вероятное влияние на мировую экономику разрушительного землетрясения в Японии, а также распознать сигналы от ФРС касательно дальнейших перспектив монетарной политики (напомним, заседание FOMC состоится уже во вторник). Учитывая в целом негативный внешний фон в понедельник с утра, мы ждем открытия торгов на российском долговом рынке в отрицательной зоне. Этому, в частности, будет способствовать снижение фьючерсов на фондовые индексы США, падение цены на нефть более, чем на USD2 с момента закрытия торгов в России в пятницу, а также резкая просадка японских биржевых индикаторов.

РСХБ (Baa1/NR/BVB) и ХКФ Банк (Ba3/B+/NR) разместили еврооблигации; не видим потенциала для роста бумаг на вторичном рынке

В прошлую пятницу РСХБ и ХКФ Банк разместили еврооблигации. По нашему ощущению, негативный внешний фон несколько помешал банкам разместиться по более выгодным для себя ценам.

ХКФ Банк выпустил USD500 млн. евробондов с доходностью YTM7.00%, т.е. по нижней границе озвученного ранее диапазона. Как мы писали ранее, справедливый уровень доходности мы видим на уровне не выше YTM6.70%. На текущий момент котировки бумаг подросли до 100.3-100.4% от номинала, что обеспечивает доходность YTM 6.80%, поэтому потенциал для дальнейшего роста котировок, на наш взгляд, уже невелик.

РСХБ банк разместил только RUB20 млрд. еврооблигаций с погашением через 5 лет, установив доходность YTM 8.70%. По всей видимости, большой спрос обеспечил рост котировок до 100.45-100.65% от номинала, однако мы не рассчитываем на дальнейший рост по мере сохранения внешнего негатива.

*Алексей Тодоров, aleksey.todorov@trust.ru ☎ 647-23-62
Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru
☎ 647-23-59*



ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Ситуация с ликвидностью на постпраздничной неделе была комфортной; ставки МБК на низких уровнях

В пятницу можно было наблюдать небольшой отток ликвидности. Поступление средств на [корсчета](#) (+RUB18.8 млрд. до RUB470.7 млрд.) было полностью покрыто более существенным оттоком с [депозитов](#) в размере RUB58.6 млрд. (до RUB799.3 млрд.). Такое изъятие ликвидности мы склонны связывать главным образом с расчетами по покупке **ОБР-17** на RUB20 млрд. накануне. Оставшиеся «потери» ликвидности можно объяснить оттоком рублевых средств на валютный рынок в связи с «бегством в качество» на фоне снижения цены на нефть и нестабильного внешнего фона. Причем, [чистый запас ликвидности](#), в состав которого ОБР включены, потерпел меньшие потери, снизившись всего на RUB1.8 трлн.

Несмотря на ухудшение ситуации с ликвидностью, ставки денежного рынка остались на приемлемом уровне, а в некоторых сегментах даже снизились относительно уровней, зафиксированных накануне. Так, после того, как с утра ставки по межбанковским кредитам на 1 день составляли 3.15-3.25%, уже к 14:00 МСК отдельные сделки можно было увидеть и по 2.9%, а к вечеру стоимость привлечения на [МБК](#) и вовсе опустилась ниже ставок овернайт по депозитам с ЦБ (3.0%) – до 2.75%. Об отсутствии проблем с ликвидностью в секторе 1-дневного междилерского РЕПО свидетельствует стабилизация ставок на уровне 3.55% и 3.6% по сделкам под залог облигаций [1-го эшелона](#) и [под залог ОФЗ](#) соответственно.

Предстоящие налоговые выплаты и расчеты по аукционам ОБР и ОФЗ могут сопровождаться некоторым подъемом ставок из-за «разрывов» в расчетах

Эта неделя будет богата на события для денежного рынка. Основным источником изъятия ликвидности, способным вызвать некоторую напряженность уже сегодня, служит начало налогового периода с отчислений по страховым взносам во внебюджетные фонды (до 15 марта), объем которых мы оцениваем в RUB200-230 млрд. Сегодня ликвидность может «потерять» значительную часть средств в связи с проведением аукциона по размещению новых **ОБР-18** (до RUB750 млрд. на 3 месяца). Учитывая, что расчеты по этому аукциону будут произведены завтра, участники рынка могут профинансировать значительную часть покупки **ОБР-18** за счет встречных поступлений в размере RUB584 млрд. от погашения более раннего выпуска **ОБР-15**. Аукцион **ОФЗ 25077** на 30 млрд., который состоится в среду следом за расчетами по ОБР, может еще больше осложнить ситуацию с ликвидностью. Мы не исключаем, что на этом фоне первая половина недели будет сопровождаться ростом ставок денежного рынка на 0.2-0.4 п.п.

Рубль подешевел из-за снижения аппетита к риску ввиду коррекции нефтяных котировок и ухудшения внешнего фона

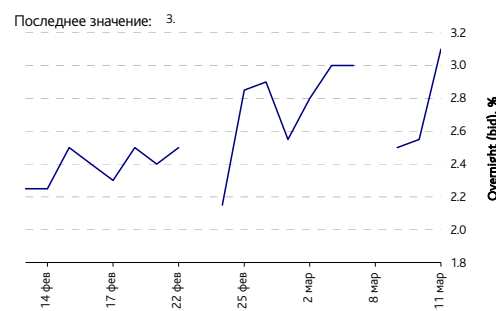
Рубль к бивалютной корзине в пятницу подешевел почти на 20 копеек. Так, цена бивалютной корзины с открытия по RUB33.55 уже к полудню подобралась к максимальной за день отметке RUB33.64, около которой и колебалась вплоть до окончания торгов на уровне RUB33.63.

Равновесие валютного рынка сместилось в сторону **больших** покупок валюты на фоне коррекции нефтяных котировок и ухудшения внешнего фона, что может оттянуть разворот тренда в сторону укрепления национальной валюты. Мы не ожидаем существенной поддержки рублю от страховых взносов, поскольку положительный эффект от этих налогов может быть компенсирован за счет расширения рублевой ликвидности путем поступлений от погашения **ОБР-15** в размере RUB584 млрд. Мы ожидаем возобновления укрепления рубля ближе к предстоящим выплатам по НДС и НДСПИ.

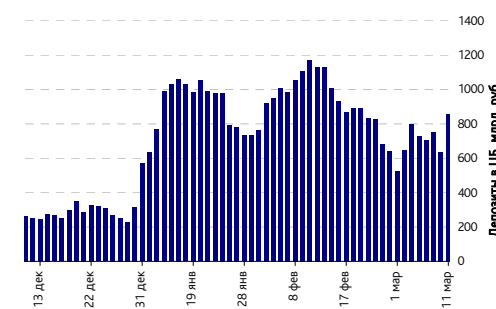
Рублевый рынок в пятницу: невысокая активность в сегменте ОФЗ, агрегированно по первому эшелону преобладали покупки

Торговая активность в пятницу в сегменте ОФЗ была невысокой. Цены коротких выпусков незначительно подросли, в средней длине преобладали продажи. В длинных выпусках ОФЗ итоги дня смешанные, хотя основной оборот по сегменту сосредоточился именно здесь – более 50% объема торгов в ОФЗ обеспечили выпуски **ОФЗ 25075** (-15 бп) и **ОФЗ 25077** (-3 бп). Среди событий первичного рынка в сегменте госбумаг – сегодняшнее размещение нового выпуска **ОБР-18** (предложение – RUB750 млрд.) с погашением в июне.

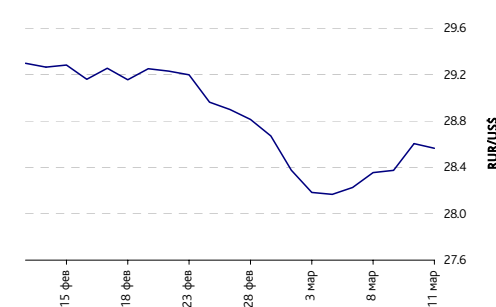
Ставка overnight (максимум, bid)



Депозиты в ЦБ РФ



Курс рубль/доллар





Агрегированно по первому эшелону цены подросли. Более трети оборота здесь пришлось на четыре имени. Достаточно сильно продавалась **Москва-48** (-35 бп) при незначительном объеме сделок. Более ликвидный рынок присутствовал в выпуске **Алроса-23** (-13 бп), объемы торгов в котором в пятницу по-прежнему остались выше уровня среднедневного оборота за месяц – RUB386.6 млн. против RUB293.6 млн. Наряду с этим несущественно снизился **Газпром-13** (-3 бп), покупался **ВЭБ-8** (+16 бп).

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru

☎ 789-35-94

Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 647-23-64



МАКРОЭКОНОМИКА

Федеральный бюджет остался профицитным по итогам февраля, хотя заметно упали несырьевые доходы; государство «связало» порядка RUB250 млрд с начала года; ОФЗ в 2011 г. будет много

В пятницу Минфин опубликовал информацию об исполнении федерального бюджета по итогам февраля. Доходы за первые 2 месяца года составили RUB1,505 млрд. (17% годового плана), а расходы достигли RUB1,452 млрд. (13.6% уточненной росписи), образуя профицит федерального бюджета в RUB53 млрд. – 0.7% ВВП.

КОММЕНТАРИЙ

Подобный результат исполнения федерального бюджета соответствует нашим ожиданиям - благодаря медленному освоению бюджетных средств в начале года обычно наблюдается существенный его профицит. Прошлый год, когда в январе-феврале бюджет был исполнен с дефицитом в RUB195 млрд. (3.2% ВВП), в этом смысле стал исключением, так как даже в 2009 г. при более низкой цене на нефть профицит превышал RUB100 млрд.

В этом году профицит оказался вдвое меньше: из-за снижения не связанных с нефтью доходов и выхода на дефицит в RUB95 млрд. в феврале итоговый показатель профицита за январь-февраль сократился до RUB53 млрд. (0.7% ВВП) против RUB148 млрд. (3.6% ВВП) в январе. Отметим, что сам факт выхода на профицит по итогам февраля во многом обязан единовременному январскому перечислению Центробанком на бюджетные счета средств от инвестирования Резервного фонда и ФНБ в размере RUB47 млрд.

В целом исполнение бюджета идет менее равномерно, чем в прошлом году: расходы за январь-февраль, в сравнении с 2010 г., еще больше запаздывают (14% годового плана против 15%), а доходы, вопреки более высокой цене на нефть, растут медленнее (17% против 19%). Причем февральское снижение бюджетных поступлений объясняется не сырьевыми доходами – они остались примерно на том же уровне, что и в январе - RUB337 млрд., превысив прошлогодний показатель на 12% благодаря всплеску нефтяных котировок (+30% г/г, Brent). Причина - в сезонном сокращении неконъюнктурных доходов – на 19% м/м до RUB364 млрд., притом что оно не выходит за привычные рамки.

Профицит бюджета, присущий медленному исполнению расходов, уже стал одной из причин снижения ликвидности банковского сектора в 1К 2011 г., сократив ее с начала года на RUB250 млрд. (с учетом размещений госбумаг), что оказывает повышательное давление на ставки, но препятствует ускорению инфляции. Однако такой отток практически полностью компенсируется не менее значительными интервенциями ЦБ на валютном рынке (более USD5 млрд. за январь-февраль).

В качестве одной из ключевых мер по ослаблению инфляции в этом году уже принято решение о возобновлении накопления Резервного фонда с целью его удвоения в 2011 г. до RUB1.45 трлн. Во-первых, это образует «подушку безопасности» на случай возможного падения нефтяных котировок, во-вторых, может замедлить рост цен во 2П 2011 г. ввиду стерилизации ликвидности за счет более интенсивного размещения госбумаг. По нашим оценкам, задача по удвоению Резервного фонда потребует выпуска в оставшиеся месяцы года еще около RUB700 млрд. ОФЗ в дополнение к уже вышедшим на рынок с начала 2011 года RUB250 млрд.

Мы по-прежнему ожидаем, что при текущей цене на нефть бюджет в 1К 2011 г. будет сведен с профицитом, а далее – до сезонного всплеска расходов в декабре – дефицит, вероятнее всего, не превысит 1% ВВП. Если средние цены на нефть стабилизируются в районе USD100 за баррель и выше, то по итогам 2011 г. дефицит бюджета может уложиться в новый прогноз Минфина - 2% ВВП.

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru

☎ 789-35-94



ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

МЕТАЛЛУРГИЯ

Евраз (В1/В+/В+) подтверждает возможность продажи доли в Распадской; кредитных рисков по смене акционера немного; нейтрально для кредитного качества угольной компании и ее бондов

В пятницу Евраз и Распадская выпустили пресс-релизы, в которых косвенно подтверждаются планы металлургической компании продать свою долю в Распадской (40%).

КОММЕНТАРИЙ

Новость уже довольно активно обсуждалась рынком на уровне слухов, а потому вряд ли стала неожиданностью для его участников. В то же время официальное подтверждение означает, что вероятность продажи Евразом своей доли в Распадской очень высока. Кроме того, напомним, что ранее также проходила информация о возможности продажи пакета менеджмента.

На наш взгляд, с кредитной точки зрения данная новость не критична для Распадской, так как компания демонстрирует отличные финансовые показатели и без материнской поддержки. В то же время сложно предсказать дальнейшее развитие компании, не зная точно, кто станет покупателем и контролирующим акционером, а также каковы будут его планы по стратегии Распадской.

Несмотря на данные новости, цена выпуска **Raspadskaya 12** упала несильно (не более 10-20 бп по цене с начала марта), более того спред по отношению к выпуску Еврохима в последнее время даже снизился. Это означает, что инвесторы согласны с нашим мнением по поводу крепости самостоятельного кредитного качества угольной компании.

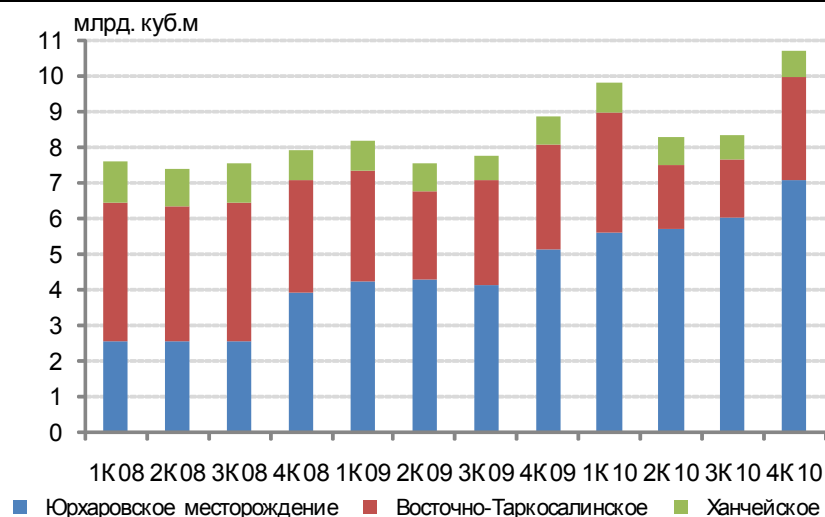
Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru
☎ 786-23-48

НЕФТЬ И ГАЗ

Новатэк (Ваа3/ВВВ-/ВВВ-): рекордные 4К 2010 и весь 2010 год; кредитный профиль будет сохраняться на высоком уровне; евробонды вряд ли фундаментально интересны, хотя технически могут и подрасти

В пятницу Новатэк представил финансовые итоги своей деятельности по МСФО за 2010 год, которые оказались позитивными. Компания продолжает динамично наращивать объемы операционной деятельности и демонстрирует рекордные финансовые показатели как в 4К 2010, так и по итогам всего года. С учетом довольно смелых планов на 2011 год мы считаем, что Новатэк будет увеличивать масштабы своей деятельности и тем самым укреплять кредитное качество.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ДОБЫЧИ ГАЗА НОВАТЭКОМ ПО МЕСТОРОЖДЕНИЯМ



Источник: данные компании



В совокупности добыча выросла с 32.3 млрд. куб. м. газа до 37.2 млрд. куб.м (15%). По динамике добычи газа на трех основных месторождениях компании (99.9% всей добычи – см. диаграмму) видно, что основной прирост бизнеса связан с дальнейшей разработкой Юрхаровского месторождения: напомним, что в 3К 2010 была введена очередная его стадия, за счет чего уже в 4К 2010 удалось увеличить добычу на 1 млрд. куб. м газа. Напомним, ранее глава и совладелец компании Леонид Михельсон заявлял о планах по аналогичным темпам на 2011 год.

По финансовым показателям Новатэк демонстрирует рекорды не только по итогам 4К 2010 года, но и всего 2010 года. При этом рост наблюдается как в абсолютных показателях (выручка, EBITDA, чистая прибыль), так и по эффективности бизнеса. Рентабельность по EBITDA в 4К 2010 составила 53.7% (исторический максимум).

Совокупный долг Новатэка за 2010 год вырос практически вдвое: до RUB72 млрд., при этом за счет выросших производственных показателей долговая нагрузка увеличилась с 1.0х лишь до 1.3х. В 1К 2011 года компания должна также осуществить выплаты за долю в Сибнефтегазе в размере RUB21 млрд. В то же время в феврале были выплачены RUB18 млрд. (в эквиваленте) по синдицированному кредиту, привлекаемому на покупку СеверЭнергии. Таким образом, совокупный долг не должен вырасти существенно, в случае если не будет новых покупок.

Евробонды Новатэка торгуются на одном уровне с кривой Лукойла – ТНК-ВР. Мы считаем, что это фундаментально необоснованно, так как Лукойл имеет значительно более крупные объемы бизнеса и имеет уже устоявшуюся кредитную историю. Даже с учетом недавнего вхождения Total в капитал Новатэка мы видим справедливый спред около 10 бп. В то же время инвесторы оптимистично оценивают не только перспективы бизнеса Новатэка, но и редкость его риска на рынке.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ НОВАТЭКА

МСФО, RUB млрд.	2007	2008	2009	2010	10/09
Выручка	62	79	90	117	30%
EBITDA	29	37	39	58	47%
Чистая прибыль	19	23	26	40	57%
Чистый операционный денежный поток	21	31	34	45	30%
Капвложения и приобретение ДЗО	20	31	35	27	-24%
Свободный денежный поток	2	1	18	23	28%
<i>Совокупный долг в т.ч.</i>	7	26	38	72	92%
Краткосрочный долг	7	6	14	25	82%
Денежные средства и эквиваленты	4	11	11	10	-3%
Активы	104	140	194	285	47%
Показатели					
EBITDA margin (%)	46.8%	46.3%	43.6%	49.2%	
EBITDA/проценты (x)	111	165	48	132	
Долг/EBITDA (x)	0.2	0.7	1.0	1.3	
Чистый долг/EBITDA (x)	0.1	0.4	0.7	1.1	

Источник: данные компании, НБ «Траст»

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

ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА

ОГК-5 (Moody's: Ba3) нейтрально отчиталась по МСФО за 2010 г.; операционные показатели растут при стабильной долговой нагрузке; облигации оценены справедливо

В минувшую пятницу Enel ОГК-5 опубликовала годовую отчетность по международным стандартам за 2010 г.

КОММЕНТАРИЙ

Компания продемонстрировала уверенный рост операционных показателей по отношению к 2009 г.: выручка выросла на 20.8%, EBITDA – на 9.1%. Компания связывает такие успехи с общим увеличением либерализации рынка электроэнергии, увеличением цен на этом рынке на 29%, а также с ростом топливных спредов. Некоторое снижение рентабельности по EBITDA до 16.1% с 17.8% в 2009 г. связано исключительно с разовыми событиями: списаниями и



начислением резервов.

Примечательно, что денежный поток компании за год увеличился почти в 2 раза, что позволило профинансировать обширную инвестиционную программу практически полностью из собственных средств, прибегнув к заимствованиям только в размере RUB2.6 млрд.

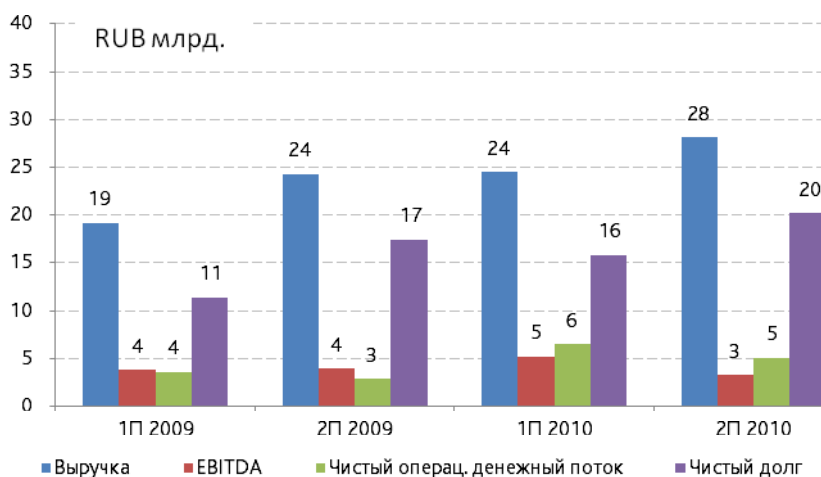
КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ОГК-5 ПО МСФО

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	2010	10/09
Выручка	42.8	43.5	52.6	20.8%
ЕБИТДА	5.0	7.7	8.4	9.1%
Чистая прибыль	1.5	3.2	3.8	19.0%
Чистый операц. денежный поток	4.2	6.5	11.5	78.5%
Капвложения и М&А	13.2	17.2	14.1	-18.0%
Свободный денежный поток	(9.0)	(10.7)	(2.6)	-76.0%
Совокупный долг	6.9	18.4	20.7	12.5%
Краткосрочный долг	6.9	4.0	5.5	37.3%
Денежные средства и эквиваленты	0.9	1.0	0.5	-46.9%
Активы	75	92	101	9.6%
Показатели				
ЕБИТДА margin	11.7%	17.8%	16.1%	
ЕБИТДА/проценты	NA	18.4	7.8	
Долг/ЕБИТДА	1.4	2.4	2.5	
Чистый долг/ЕБИТДА	1.2	2.3	2.4	
Долг/Собственный капитал	0.12	0.30	0.32	

Источники: данные компании, расчеты НБ «ТРАСТ»

Долговая нагрузка компании несколько выросла, однако этот рост нельзя назвать значительным: совокупный долг ОГК-5 вырос на 12.5% или на RUB2.3 млрд. в абсолютных величинах. Долговая нагрузка остается на комфортном для отрасли уровне, показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» не превысил 2.4х. Структура кредитного портфеля сохранилась: около 25% долга составляют краткосрочные кредиты и займы.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ОСНОВНЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ОГК-5



Источник: данные компании, расчеты НБ «ТРАСТ»

На рублевом рынке облигаций присутствуют 2 выпуска ОГК-5, однако более ликвидный из них имеет дюрацию всего около 6 месяцев и минимальный спред к кривой ФСК, что не позволит реализовать спекулятивные стратегии. Более длинный бонд не слишком ликвиден и, на наш взгляд, оценен рынком справедливо.

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



БАНКИ И ФИНАНСЫ

S&P повысило рейтинг Альфа-Банку на одну ступень до «BB-»; логичное решение; еврооблигации оценены справедливо; не ожидаем реакции на долговом рынке

Сегодня рейтинговое агентство S&P повысило рейтинг крупнейшему частному банку России Альфа-Банку на одну ступень с «B+» до «BB-», установив прогноз «Стабильный». Аналитики связывают действие с улучшением кредитных метрик эмитента по итогам 1П 2010, а также позитивными ожиданиями по показателям прибыльности по итогам всего 2010 года.

КОММЕНТАРИЙ

Рейтинговое действие мы находим вполне закономерным и не ожидаем увидеть реакции в долговых бумагах банка. Мы также разделяем ожидания агентства в отношении позитивных финансовых результатов Альфа-Банка по итогам 2010 года.

Судя по данным РСБУ, банк во 2П 2010 продемонстрировал достаточно успешную динамику основных показателей. Так, кредитный портфель увеличился на 18% до RUB605.4 млрд. на 01.01.11, а объём просроченных кредитов в денежном выражении сократился практически на треть. Это говорит о стабилизации качества активов и позволяет банку существенным образом сократить отчисления в резервы на обесценение активов. В то же время банк успешно привлекал средства корпоративных и частных клиентов: +31% за 2П 2010 до RUB557.3 млрд.

Нам нравятся еврооблигации Альфа-Банка как альтернатива качественным выпускам государственных банков. На текущий момент бумаги предлагают доходности на уровне YTM 4.80%, YTM 5.92%, YTM 6.98% на горизонте 3, 5 и 7 лет.

Рублевые облигации Альфа-Банка, размещенные уже в 2011 г., на вторичные торги еще не вышли. Учитывая, что купон по ним установлен на уровне 8.25% к оферте на 3 года, мы ожидаем, что цена инструмента пойдет выше номинала в первые недели торгов, а доходность опустится на 30-40 бп с момента аукциона.

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru

☎ 647-23-59

Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru

☎ 647-23-60



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

Налоговые выплаты

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

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
24 мар 11	Группа ЛСР-46о	1500	TBD	3
25 мар 11	МДМ Банк-26о	5000	TBD	3
29 мар 11	ОТП Банк-2	2500	TBD	3

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/ Погашение
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	Нижне-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	14	22 мар 12
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		
11 апр 11	Зенит Банк-16о	5 000	7.9		

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.