

**ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ**

- **S&P** снило рейтинг **Португалии**, прогнозирует обращение за поддержкой к ЕС/МВФ; неутешительный прогноз ЦБ страны; ждем квартального плана по финансированию госдолга
- Инвесторы избавлялись от корпоративных евробондов; суверенные выпуски также подешевели
- **Moody's** снило рейтинг **Белоруссии**, но суверенные выпуски показали рост; «мягкая девальвация» от ЦБ несколько улучшит ситуацию в экономике
- Российский рынок продолжит игнорировать внешний фон и продемонстрирует **умеренный рост** на открытии ([стр. 2-3](#))

**ВНУТРЕННИЙ РЫНОК**

- **Восполнение** запасов ликвидности должно «успокоить» рынок; разрывов ликвидности в апреле не ожидаем
- Исчерпание фактора налогового периода и заявления ЦБ «придавили» **рубль**
- **Рублевый рынок**: ориентиры доходности Минфина позволяют говорить о премии на сегодняшних аукционах только в случае ОФЗ 26203
- **ВЭБ** установил ставку купона на уровне 7.90% по 5-летним бондам; условия не предполагают премии к вторичному рынку
- **Первобанк** планирует разместить RUB1.5 млрд.; условия выпуска непривлекательны
- **Tele2** предложит российским инвесторам облигации; деньги пойдут на финансирование всей глобальной компании ([стр. 4-6](#))

**ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ**

- **VimpelCom Ltd.** отчитался по US GAAP за 2010 г.; российский сегмент бизнеса без улучшений; бонды оценены справедливо
- **Черкизово** хорошо отчиталось по МСФО за 2010 г.; операционные показатели и долг растут; бонды выглядят перекупленными ([стр. 7-8](#))

**ТОРГОВЫЕ ИДЕИ**

- На основании спредов к свопам в металлургическом секторе интереснее всего смотрится новый **ТМК 18**, который может сократить спред к **Evrax 18** на 30-40 бп
- Евробонды **Номос-Банка** интересны при премии к выпускам **Альфа-Банк** на уровне 120-130 бп; мы видим потенциал сужения спредов до 70-80 бп
- Еврооблигации **Сбербанка** очень привлекательны как альтернатива суверенным выпускам: покупать спред **Sberbank 17 – Russia 30** в 40 бп и **Sberbank 15 – Russia 15** в размере 90 бп
- Покупать евробонд **Sinek 15**, исходя из финансов и квазисуверенного статуса, недооценен по отношению к нефтяным компаниям»

**СЕГОДНЯ**

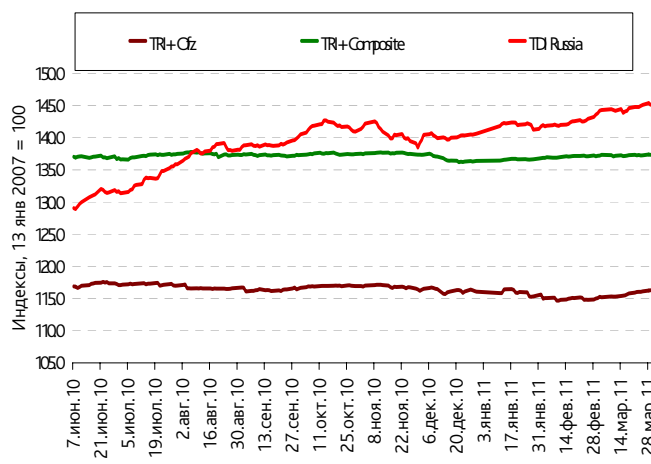
- Статистика **США**: безработица (по версии ADP), коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов
- Размещения: **ОФЗ 26203**, **ОФЗ 25075**, **ЮТэйр БО-4, 5**

**КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ**

	Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↑ 173.00	3.00	-10.00	-26.00
EMBI+ spread	↑ 263.26	3.02	-8.86	22.13
Russia 30 Price	↓ 116.32	- 1/8	+ 3/8	+ 5/8
Russia 30 Spread	↓ 124.90	-5.00	-9.20	-23.60
Russia 5Y CDS	↑ 129.42	+1.59	-9.41	-17.09
UST 10y Yield	↑ 3.483	+0.06	+0.09	+0.15
BUND 10y Yield	↑ 3.331	+0.04	+0.15	+0.41
UST 10y/2y Yield	↓ 266.6	-3	-8	-7
Mexico 33 Spread	↓ 225	-1	-4	-7
Brazil 40 Spread	↓ 134	-4	+206	+185
Turkey 34 Spread	↓ 291	-2	-30	+34
ОФЗ 26199	↓ 5.27	-0.02	-0.47	-0.97
Москва 50	↑ 5.16	+0.06	-0.43	-0.73
Мособласть 8	↓ 7.66	-0.05	-0.11	-0.86
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	0.00
MTC 3	↓ 7.00	-0.19	-0.40	-0.46
Руб / \$	↓ 28.344	-0.058	-0.559	-2.007
\$ / EUR	↑ 1.411	+0.003	+0.033	+0.076
Руб / EUR	↑ 40.033	0.083	0.219	-0.455
NDF 1 год	↓ 4.220	-0.020	-0.220	-0.480
RUR Overnight	↓ 2.75	-0.3	+0.2	
Корсчета	↓ 500.3	-36.70	-132.10	-388.00
Депозиты в ЦБ	↓ 517.1	-176.50	-5.50	-52.50
Сальдо опер. ЦБ	↓ 293.80	-182.30	+64.80	+357.60
RTS Index	↓ 2024.98	-0.83%	+3.45%	+14.24%
Dow Jones Index	↑ 12279.0	+0.67%	+1.83%	+5.21%
Nasdaq	↑ 2756.89	+0.96%	+0.71%	+2.43%
Золото	↓ 1415.10	-0.25%	-0.97%	+0.02%
Нефть Urals	↑ 111.08	+0.55%	-2.56%	+20.48%

**TRUST Bond Indices**

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↑ 251.85	0.07	2.72	6.28
TRIP Composite	↓ 235.70	-0.11	0.38	1.52
TRIP OFZ	↑ 184.72	0.05	2.04	0.71
TDI Russia	↓ 227.44	-0.38	2.40	5.19
TDI Ukraine	↓ 227.13	-0.32	3.07	4.83
TDI Kazakhs	↓ 186.65	-0.22	1.07	4.78
TDI Banks	↓ 226.63	-0.30	2.65	5.86
TDI Corp	↓ 240.86	-0.63	2.49	6.16

**TRUST Dollar and Ruble Bond Indices**




## ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

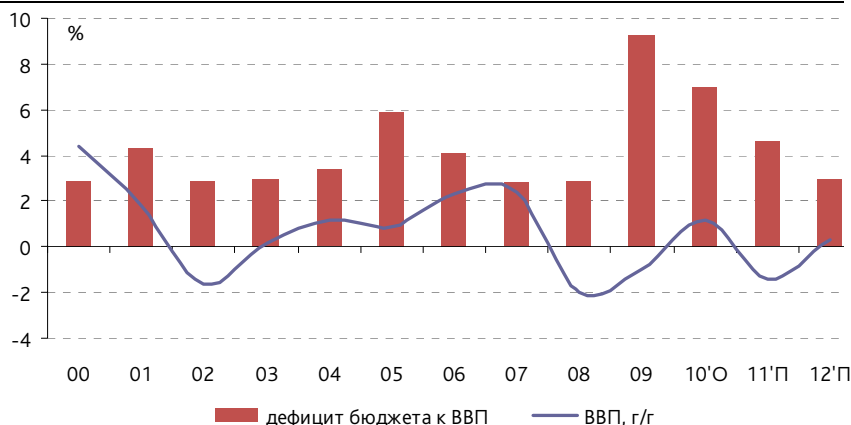
### S&P снизило рейтинг Португалии, прогнозирует обращение за поддержкой к ЕС/МВФ; неутешительный прогноз ЦБ страны; ждем квартального плана по финансированию госдолга

Агентство S&P во вторник, как и предполагалось, снизило рейтинг Португалии еще на одну ступень – до «BBB-» с «негативным» прогнозом. Рейтинг Греции был также понижен – до «BB-». Таким образом, теперь Лиссабон вплотную подошел к переходу в спекулятивную категорию. В агентстве при этом отметили, что считают вероятным обращение Португалии за внешней поддержкой. Примечательно, что аналогичной точки зрения придерживаются и в ведущей экономике еврозоны – по данным германской Handelsblatt, министр финансов ФРГ считает, что Лиссабон попросит о помощи до начала июня.

На этом фоне доходность десятилетних госбумаг Португалии ожидаемо выросла до нового исторического максимума, превысив отметку 8.22%. В среду с утра показатель уже составляет более 8.30%. Кроме того, заметный рост продемонстрировал 5-летний CDS-спред – на 10.4 бп до 548.7 бп.

Между тем центробанк страны накануне опубликовал прогноз, согласно которому португальский ВВП снизится на 1.4% в текущем году и подрастет на 0.3% - в 2012 г. Однако регулятор предупредил, что эти значения не включают эффект от новых мер экономии, которые могут понадобиться для достижения таргетируемых правительством показателей дефицита бюджета. Кроме того, как пишет сегодня WSJ, дефицит бюджета за 2010 г. может быть пересмотрен в сторону увеличения – до более 8%, что еще больше подорвет доверие инвесторов к этой стране.

### ДИАГРАММА. ФАКТИЧЕСКАЯ И ПРОГНОЗНАЯ ДИНАМИКА ВВП ПОРТУГАЛИИ И ДЕФИЦИТА БЮДЖЕТА, 2000-2012 ГГ.



Источник: Bloomberg, <http://www.bportugal.pt/>

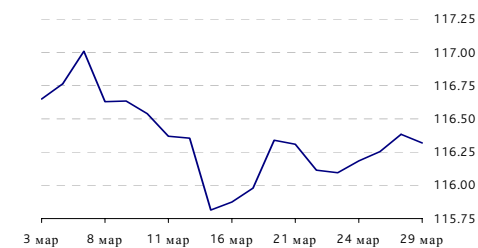
В нашем понимании, необходимость внешней поддержки Португалии становится все более очевидной – страна не сможет рефинансировать июньское погашение госдолга под столь высокие ставки. Прогнозируемый же слабый экономический рост не дает поводов для существенного их снижения в обозримом будущем. В этом свете, мы с нетерпением ждем квартального плана финансирования от португальского агентства по управлению госдолгом, который должен появиться в ближайшие дни.

### Инвесторы избавлялись от корпоративных еврообондов; суверенные выпуски также подешевели

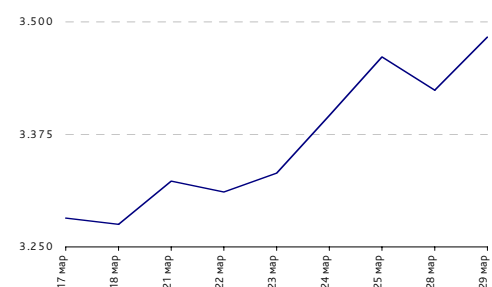
Вторник принес серьезную просадку на российский долговой рынок. Наибольший удар ощутили на себе компании нефтегазового сектора – длинные еврообонды Газпрома просели на 30-70 бп, а бумаги ТНК-ВР – на 20-60 бп. Подешевел также выпуск TransNeft 18, что вылилось в ожидавшееся нами расширение спреда к суверенной Russia 30 до 13 бп. Во втором эшелоне инвесторы продавали еврообонды Алросы и ТМК - Alrosa 20 и ТМК 15 подешевели на 40 и 70 бп соответственно. Длинные выпуски ВымпелКома также не пользовались спросом, потеряв по итогам дня 25-40 бп. Недавно выпущенный Russian Railways 31P в фунтах просел почти на 30 бп. В банковском секторе максимальные потери были отмечены по долгосрочным еврообондам ВЭБа – они подешевели на 40-50 бп.

Суверенные выпуски также снизились в цене, но не так сильно. Russia 30

### Russia 30 (Price)



### US Treasuries 10 Year (YTM)





потеряла 7 бп – до 116.32% от номинала. Спред **Russia 30 – UST 10** при этом сузился на 5 бп – до 125 бп. Рублевый выпуск **Russia 18R** просел на чуть большую величину – 11 бп до 102.15% от номинала.

### Moody's снизило рейтинг Белоруссии, но суверенные выпуски показали рост; «мягкая девальвация» от ЦБ несколько улучшит ситуацию в экономике

Агентство Moody's накануне понизило суверенный рейтинг Белоруссии на одну ступень - до «B2» с «негативным» прогнозом, отметив при этом возрастающие сложности, связанные со значительным дефицитом платежного баланса и изъянами в модели экономического роста.

Несмотря на подобный новостной фон, суверенные выпуски Белоруссии накануне продемонстрировали динамику, противоположную рынку – выпуски **Belarus 15** и **Belarus 18** прибавили 30 и 40 бп соответственно, что, как мы полагаем, подтверждает их потенциал роста в дальнейшем.

Между тем белорусский центрбанк во вторник расширил валютный коридор, разрешив отклонения от официального курса в пределах 10% против ранее установленных 2%. С нашей точки зрения, данный шаг регулятора фактически является «мягкой девальвацией» и способен ослабить давление, оказываемое на платежный баланс, а также отчасти улучшить ситуацию в экономике.

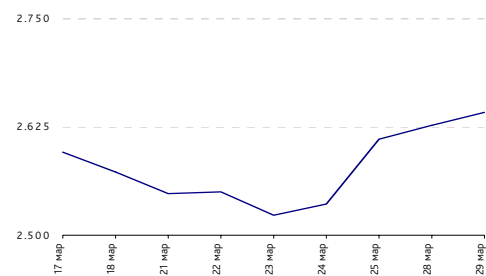
### Российский рынок продолжит игнорировать внешний фон и продемонстрирует умеренный рост на открытии

Несмотря на сохраняющийся нестабильный внешний фон, торги на российском долговом рынке, вероятно, начнутся с умеренной положительной динамики. После вчерашней просадки рынки, скорее всего, и дальше продолжат игнорировать военную кампанию в Ливии и усугубляющийся ядерный кризис в Японии. Заявление министра иностранных дел Франции о возможных поставках оружия ливийской оппозиции, также, вероятно, будет оставлено без внимания, равно как и отставка правительства в Сирии.

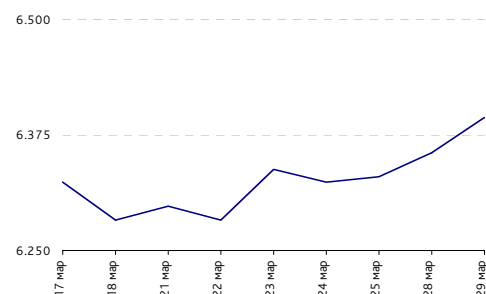
Кроме того, росту котировок долговых инструментов будут способствовать сохраняющиеся на достаточно высоком уровне цены на нефть (с утра в среду за баррель Brent дают около USD115), а также увеличение фьючерсов на американские фондовые индексы. Рост, наблюдаемый на торговых площадках Азии (японский Nikkei прибавляет 2.6%), также говорит в пользу позитивного открытия российских торгов.

Алексей Тодоров, [aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)  
☎ 647-23-62

#### Brazil 40 (YTM)



#### Turkey 34 (YTM)





## ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

### Восполнение запасов ликвидности должно «успокоить» рынок; разрывов ликвидности в апреле не ожидаем

Вчера в платежную систему поступили средства в размере RUB131.0 млрд., что оказалось весьма своевременно в свете понесенных в течение налогового периода «потерь», когда в результате всех отчислений в казну чистый запас ликвидности в понедельник отразил сокращение на RUB485 млрд. до RUB1.24 трлн. против RUB1.7 трлн., зафиксированных накануне налоговых выплат. По состоянию на сегодняшнее утро [корсчета](#) прибавили RUB73.1 млрд. (до RUB573.4 млрд.), а [депозиты](#) – RUB55.6 млрд. (до RUB572.7 млрд.), суммарный объем остатков вырос до RUB1.14 трлн., а чистая ликвидная позиция до RUB1.37 трлн.

Восполнение запасов ликвидности «успокоило» не все сегменты рынка – возможно, в первой половине дня участники ощутили последствия резкого оттока ликвидности, а вновь прибывшая ликвидность поступила слишком поздно. Стабилизация ставок может последовать сегодня, когда к поступившим накануне RUB130 млрд. добавятся около RUB40 млрд. от вчерашнего размещения средств Минфина на депозиты банков.

Наиболее комфортно вчера чувствовал себя сегмент [МБК](#), где ставки на 1 день практически полностью повторили динамику предшествующего дня, поднимаясь днем до 3.05-3.25%, в то время как отличием стало падение ставок на закрытие торгов до 2.75-2.9%, что на 10 бп ниже значений накануне. Динамика в секторе междилерского РЕПО остается смешанной. Если средняя стоимость средств [под залог ОФЗ](#) выросла на 1 бп до 3.6%, то фондирование под обеспечение облигациями [1-го эшелона](#), напротив подешевело до 3.47%. Между тем повышение торговой активности в сегменте рубль-доллар расчетами завтра (рост торговых оборотов до USD3.8 млрд.) на рынке валютных свопов привело к подъему ставок до 3.0-3.3% против 2.6-2.9% накануне.

В апреле мы прогнозируем стабилизацию ликвидности на уровне, близком к RUB1.3 трлн., что по-прежнему остается достаточным и комфортным значением для сохранения текущего приемлемого уровня ставок денежного рынка. В частности, в ближайшие дни пополнение ликвидности, скорее всего, продолжится за счет характерных для начала месяца бюджетных поступлений.

### Исчерпание фактора налогового периода и заявления ЦБ «придавили» рубль

Недавние заявления зампреда ЦБ Сергея Швецова в интервью Reuters привели к усилению рублевых рисков в глазах участников рынка. На этом фоне рубль вчера несколько подешевел. Бивалютная корзина подорожала на 4 копейки: с открытия по RUB33.59 ее цена подавляющую часть дня росла, достигая под конец торгов дневного максимума RUB33.66 и составляя RUB33.61 к закрытию.

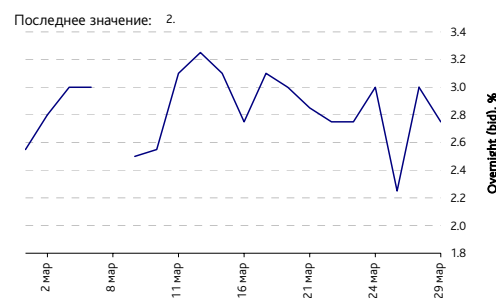
Некоторое ослабление национальной валюты мы склонны связывать с несколькими причинами. Против рубля сейчас играет исчерпание фактора налогового периода. Однако фундаментально предложение валюты остается сильным из-за крупных поступлений нефтедолларов, которых более чем достаточно для компенсации оттока капитала. Спрос на рубли следует за растущей ценой на нефть. Однако заявления зампреда ЦБ дали понять, что регулятор не спешит сдвигать, а тем более расширять целевой коридор, а это ослабляет потенциал укрепления российской валюты, равно как и увеличение интервенций (до USD4.6 млрд. в марте против USD4.5 млрд. месяцем ранее), которое означает усиление контроля над рублем.

### Рублевый рынок: ориентиры доходности Минфина позволяют говорить о премии на сегодняшних аукционах только в случае ОФЗ 26203

Ориентиры по сегодняшним аукционам [ОФЗ 25075](#) и [ОФЗ 26203](#) (предложение каждого выпуска составит по RUB10 млрд.) были обнародованы только сегодня утром. По [ОФЗ 25075](#) Минфин ориентирует на доходность в диапазоне 7.20-7.25%, а по выпуску [ОФЗ 26203](#) – 7.50-7.60%.

В контексте вчерашнего закрытия в случае [ОФЗ 26203](#) о предоставлении премии говорить можно, хотя с открытия рынок подтянется под ориентиры Минфина. Доходность последней сделки вчера составила 7.53%, на закрытие торгового дня цены bid/offer соответствовали доходностям 7.56/7.53%. Более короткий по дюрации выпуск [ОФЗ 25077](#) (4.09 года при 4.52 для размещаемого выпуска) вчера закрылся с доходностью 7.47%.

### Ставка overnight (максимум, bid)





Торги по **ОФЗ 25075** вчера закрылись на доходности 7.24%, что на 1 бп выше нижней границы ориентира Минфина. С учетом практики ведомства отсекал заявки по нижней границе и размещать как раз на 1 бп выше нее, можно ожидать, что вчерашнее закрытие как раз и станет уровнем доходности размещения на сегодняшнем аукционе. По обоим выпускам предложены вполне рыночные ориентиры, и с учетом того, что Минфин обеспечил условия для спроса за счет размещения на депозиты банков RUB38 млрд. средств бюджета, мы ждем объемов размещения, соответствующих предложению.

На вчерашних торгах вся кривая ОФЗ покупалась. Порядка 50% оборота торгов в сегменте сосредоточилось в дальнем участке кривой – а именно в выпусках **ОФЗ 25073** (дюрация 5.26 лет, +8 бп по цене) и **ОФЗ 25076** (6.54 лет, -4 бп).

Первый эшелон в терминах всего сегмента стоял на месте. В разрезе отдельных выпусков основной оборот пришелся **Транснефть-3** (-8 бп). По объему сделок вчера выделились облигации **Газпром нефть-8** (+15 бп), **Алроса-21** (+21 бп) и **Алроса-23** (-2 бп).

**ВЭБ (Ваа1/BBB/BBB) установил ставку купона на уровне 7.90% по 5-летним бондам; условия не предполагают премии к вторичному рынку**

В понедельник ВЭБ закрыл книгу заявок на покупку RUB15 млрд. облигаций и установил ставку на уровне 7.90%, что соответствует YTP 8.06% к ofercie через 5 лет. Ранее ориентир по купону озвучивался в диапазоне 8.10-8.35%, после чего был понижен до 7.90-8.10%. Размещение бумаг запланировано на завтра.

Условия выпуска обеспечивают премию к кривой ОФЗ на уровне 55 бп, не предполагая премии к обращающимся выпускам ВЭБа. Так, **ВЭБ-6** торгуется с доходностью YTP 8.24% к ofercie в октябре 2017 года. Мы не считаем новый выпуск привлекательным, хотя не исключаем роста котировок в первые дни торгов при благоприятной рыночной конъюнктуре.

**Первобанк (Moody's: B3) планирует разместить RUB1.5 млрд.; условия выпуска непривлекательны**

Вчера Первый Объединенный банк, основным бенефициаром которого является г-н Михельсон, открыл книгу на покупку биржевых облигаций 2-й серии на сумму RUB1.5 млрд. По 3-летним бумагам озвучен ориентировочный купон в диапазоне 9.00-9.50%, что обеспечивает YTP 9.20-9.73% к ofercie через 1.5 года. Инвесторы смогут принять участие в выпуске до 12 апреля, а размещение назначено на 14 апреля 2011.

На протяжении 2010 года региональный банк демонстрировал негативную динамику кредитного портфеля (-13% до RUB16.9 млрд. к 01.03.11), который представлен преимущественно займами юридическим лицам. В то же время банк существенно нарастил портфель ценных бумаг (+25% до RUB13.6 млрд.) Доля просроченных свыше 1 дня кредитов также по-прежнему значительна: 7-8% на начало марта, по данным РСБУ.

Основными источниками фондирования выступают средства частных и корпоративных клиентов (RUB18.3 млрд.), которые также демонстрировали неустойчивую динамику на протяжении 2010 года. Облигации составляют около 10% средств фондирования, как и средства банков. На данный момент у банка в обращении находится 2 выпуска по RUB1.5 млрд. **Первобанк-1** гасится в июне этого года, а **Первобанк БО-1** торгуется чуть выше номинала и по нему ожидается oferta в апреле 2011.

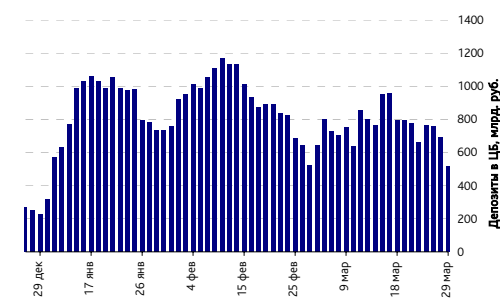
Мы считаем предложенные условия непривлекательными и видим справедливое значение доходности выпуска ближе к YTP 10.00%. На наш взгляд, премия к бумагам более крепких банков должна в себя включать еще 30-40 бп.

**Tele2 (NR) предложит российским инвесторам облигации; деньги пойдут на финансирование всей глобальной компании**

По данным Ведомостей, российское подразделение шведской телекоммуникационной компании Tele2 выйдет на публичный рынок долга с 7 выпусками обыкновенных облигаций совокупным объемом RUB30 млрд.

Эмитентом всех бумаг будет одна из компаний российского холдинга, Санкт-Петербург телеком, а гарантии по выпуску предоставят только российские компании холдинга Tele2 Russia Holding. С другой стороны, репутационные риски для этого выпуска будут очень велики, поэтому вряд ли возможна ситуация, в которой облигационеры будут обижены.

Депозиты в ЦБ РФ





Немаловажно и то, что инвестиционная программа российского подразделения Tele2 на 2011 г. запланирована в объеме около USD310 млн. Таким образом, если весь запланированный объем облигаций будет размещен в текущем году, 2/3 полученных средств пойдут на развитие глобальной компании.

На наш взгляд, дебютные облигации Tele2 могут быть размещены с премией в 50-70 бп к локальным кривым ВымпелКома и МТС за меньшую прозрачность и отсутствие рейтингов. Однако в том случае, если гарантия от материнской компании все же будет предоставлена, этой премии может и не быть.

Мария Помельникова, [maria.pomelnikova@trust.ru](mailto:maria.pomelnikova@trust.ru)

☎ 789-35-94

Роман Дзугаев, [roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)

☎ 647-23-64

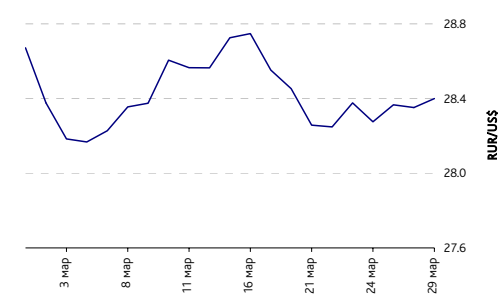
Юлия Сафарбакова, [yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)

☎ 647-23-59

Дмитрий Турмышев, [dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)

☎ 647-25-89

Курс рубль/доллар





## ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

### ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ

#### VimpelCom Ltd. (NR) отчитался по US GAAP за 2010 г.; российский сегмент бизнеса без улучшений; бонды оценены справедливо

Вчера VimpelCom Ltd. опубликовал нейтральную отчетность по US GAAP за 2010 г.

#### КОММЕНТАРИЙ

Операционные показатели VimpelCom Ltd. ожидаемо продемонстрировали уверенный рост: выручка увеличилась на 20%, EBITDA – на 15.4%. В результате рентабельность по EBITDA несколько снизилась относительно 2009 г., что произошло из-за резкого роста капитальных затрат (+85% относительно 3К 2010 г) и расходов на маркетинг в российском сегменте бизнеса (+13%).

На данный момент инвесторов больше всего беспокоит, сможет ли VimpelCom Ltd. решить свои операционные проблемы в российском сегменте бизнеса. Так, по итогам 3К 2010 г. ВымпелКом уступил МегаФону второе место по выручке мобильного сегмента бизнеса (фиксированный сегмент ВымпелКома составляет в консолидированной выручке около 16-18%), а в 4К отставание в этом сегменте только увеличилось. Рост капитальных затрат и расходов на маркетинг связан именно со стремлением компании вернуть утраченные позиции в России.

В ходе телеконференции менеджмент подтвердил, что VimpelCom Ltd. в 2011 г. будет стремиться переломить положение и вернуть утраченные позиции. Для этого ценовая политика будет несколько пересмотрена, что, согласно планам компании, должно будет ускорить рост абонентской базы и ARPU. Рост маркетинговых расходов будет наблюдаться еще как минимум 2 квартала, однако, по мнению менеджмента, это не будет оказывать негативного давления на рентабельность по EBITDA компании. Расходы на маркетинг планируется компенсировать ростом доли VAS в выручке, рентабельность которых выше, чем у голосовых услуг. Капитальные затраты в 2011 г. составят около 20-21% от выручки.

#### ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ VIMPELCOM LTD.

US GAAP, USD млрд.	2009	9М 10	2010	10/09
Выручка	8.7	7.7	10.5	20.7%
Россия	7.4	6.1	8.2	10.1%
Украина и СНГ	1.4	1.6	2.4	73.0%
EBITDA	4.3	3.7	4.9	15.4%
Чистая прибыль	1.1	1.2	1.7	49.2%
Чистый операц. денежный поток	3.5	2.9	3.7	4.5%
Капвложения и M&A	0.7	0.8	1.4	107.5%
Свободный денежный поток	2.8	2.2	2.2	-20.8%
Совокупный долг	7.4	6.5	5.7	-23.0%
Краткосрочный долг	1.8	2.1	1.2	-35.9%
Денежные средства и эквиваленты	1.4	2.5	0.9	-38.8%
Активы	15	21	20	35.3%
<b>Показатели</b>				
EBITDA margin	49%	48%	47%	
EBITDA/проценты	7.1	9.2	9.1	
Долг/EBITDA*	1.7	1.4	1.1	
Чистый долг/EBITDA*	1.4	0.8	1.0	
Долг/Собственный капитал	1.6	0.6	0.5	

Источники: данные компании, расчеты НБ ТРАСТ

Отчетность за 2010 г. пока не отражает существенных изменений в кредитном качестве VimpelCom Ltd., которые произошли в начале 2011 г. и произойдут после консолидации активов Wind Telecom. В частности, VimpelCom Ltd. в феврале текущего года разместил еврооблигации на USD1.5 млрд., ему также потребуются рефинансировать долги присоединяемых компаний более чем на USD2.5 млрд.

На данный момент Z-спреды еврооблигаций ВымпелКома на 40-50 бп шире, чем Z-спред MTS 20, что в текущих условиях выглядит справедливо. На наш взгляд, еврооблигации ВымпелКома могут продемонстрировать положительную динамику и сузить спред к евробондам МТС при благоприятном сценарии национализации алжирского актива – в этом случае ВымпелКом получит объем средств, достаточный для того, чтобы не выходить на публичный долговой рынок



в ближайшем году. Реализация худшего сценария – при сохранении негативной динамики операционных показателей в России и материализации страновых рисков, аналогичных проблемам МТС с киргизским «Бителом» в новых странах присутствия, приведет к расширению спреда между кривой еврооблигаций ВымпелКома и евробондами МТС выше уровня в 50 бп.

Дмитрий Турмышев, [dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru) ☎ 647-25-89

#### ПРОМЫШЛЕННОСТЬ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ РЫНОК

### **Черкизово (Moody's: B2) хорошо отчиталось по МСФО за 2010 г.; операционные показатели и долг растут; бонды выглядят перекупленными**

*В минувший понедельник крупный эмитент сектора АПК отчитался по МСФО за 2010 г.*

#### КОММЕНТАРИЙ

Черкизово продолжает демонстрировать хорошие операционные результаты во всех сегментах бизнеса. Консолидированная выручка в долларовом выражении выросла на 16.6%, EBITDA – на 20.1%. Несмотря на существенный рост цен на фуражное зерно, наблюдавшийся во второй половине 2010 г., компания продемонстрировала рост операционной эффективности, сохранив рентабельность по EBITDA на уровне 18%.

Менеджмент Черкизово ожидает, что высокие цены на зерно сохранятся и в 2011 г., что приведет к увеличению себестоимости. Однако позитивное влияние на операционные показатели компании окажут государственные субсидии предприятиям АПК, пострадавшим от засухи прошлого года, а также двукратное снижение квот на импорт мяса птицы. В результате конкуренция в этом сегменте снизится, а цены на продукцию Черкизово будут стабильными.

#### ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЧЕРКИЗОВО

МСФО, USD млн.	2009	9М 10	2010	10/09
Выручка	1 019.2	877.7	1 188.2	16.6%
EBITDA	181.1	159.1	217.5	20.1%
Чистая прибыль	119.4	104.4	144.4	20.9%
Чистый операц. денежный поток	182.0	149.1	166.4	-8.6%
Капвложения и М&А	164.5	117.7	180.0	9.4%
Свободный денежный поток	19.6	45.5	(4.3)	
Совокупный долг	557.3	470.6	648.4	16.3%
Краткосрочный долг	109.0	114.6	182.5	67.4%
Денежные средства и эквиваленты	39.8	53.6	68.2	71.1%
Активы	1 239	1 254	1 471	18.8%
<b>Показатели</b>				
EBITDA margin	18%	18%	18%	
EBITDA/проценты	2.6	3.6	3.1	
Долг/EBITDA*	3.1	2.3	3.0	
Чистый долг/EBITDA*	2.9	2.0	2.7	
Долг/Собственный капитал	1.0	0.7	1.0	

*Источник: данные компании, расчеты НБ «ТРАСТ»*

С точки зрения долга положение компании остается относительно стабильным, так как основная часть капитальных затрат была профинансирована за счет собственных денежных потоков. При увеличении совокупного долга на 16% рост операционных показателей компании позволил несколько снизить долговую нагрузку в терминах «Чистый долг/EBITDA» до 2.7x (в конце 2009 г. – 2.9x).

Запланированная инвестиционная программа Черкизово на 2011 г. составляет около USD250 млн. и будет направлена на дальнейшую экспансию в свиноводческом и птицеводческом сегментах. Поэтому маловероятно, что долговая нагрузка компании будет снижаться.

На рублевом рынке присутствует 2 выпуска облигаций Черкизово, и оба они не отличаются высокой ликвидностью. Причина этого, в частности, кроется в том, что из совокупного объема размещенного в ноябре выпуска **Черкизово БО-3** в рынок ушла только половина. Сейчас оба бонда Черкизово выглядят перекупленными при премии к кривой ОФЗ всего в 200 бп.

Дмитрий Турмышев, [dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru) ☎ 647-25-89



## Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон,%	Лет до погашения/ оферта	УТМ / УТР, %
НационалСтандарт КБ-1	1500	10	3 / 1	NA / 10.24
ОАК-1	46280	8	9	8.16
Полипласт-2	800	12.25	3 / 1	NA / 12.63
ТКБ-2	1800	8.15	5 / 2	NA / 8.32
СистемаАФК-4	19500	7.65	5	7.8
Группа ЛСР-3бо	2000	9.5	3	9.73
МДМ Банк-2бо	5000	8.15	3	8.32
БНП ПАРИБА-1	2000	7.7	3	7.85
Почта России-1	7000	8.25	5 / 3	NA / 8.42
ОТП Банк-2	2500	8.25	3	8.42

## Ближайшие выпуски

Ориентир. Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/ оферта
30 мар 11	ЮТЭйр-Финанс-4бо	1500	TBD	3
30 мар 11	ЮТЭйр-Финанс-5бо	1500	TBD	3
31 мар 11	Внешэкономбанк-9	15000	TBD	10 / 5
04 апр 11	Волга-Спорт-1	1400	TBD	11
12 апр 11	Иркутскэнерго-1бо	3000	TBD	3
14 апр 11	Первобанк-2бо	1500	TBD	3

## Налоговые выплаты

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

## Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/ Погашение
31 мар 11	Ай Теко-1	630	12.5	12.5	30 июн 11
31 мар 11	Элис-2	500	18.5	12	20 сен 12
4 апр 11	МБРР-2	3,000	8.5	7	28 мар 13
6 апр 11	КВАРТ	250	12	12	5 окт 11
8 апр 11	Фармпрепарат	23	12	12	8 июл 11
11 апр 11	Зенит Банк-1бо	5,000	7.9	7.1	4 апр 12
15 апр 11	Новопластуновское	23	12		14 окт 11
18 апр 11	Арктел-2	1,000	12		
19 апр 11	Тензор-1бо	300	12		
22 апр 11	Минплита Финанс	500	20		22 апр 11
22 апр 11	Объед. Кондитеры-2	3,000	15		
25 апр 11	Газпром нефть-4	10,000	16.7		
25 апр 11	Мой Банк-5	5,000	12.96		
25 апр 11	МосСельПром-2	1,500	14		
26 апр 11	Каспийская энергия	1,000	15.8		
26 апр 11	ПромТрактор-3	5,000	18	18	1 авг 11
26 апр 11	ЧТПЗ-3	8,000	8		
27 апр 11	Разгуляй Фин.-5	2,000	0	0	17 июл 11
29 апр 11	Первобанк-1бо	1,500	10		

Источники: ТРАСТ, официальная информация компаний и организаторов



## КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

## ГЛАВА ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь Потапов

+7 (495) 647-90-44

## ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Леонид Игнатьев +7 (495) 647-23-60

## Департамент макроэкономики и стратегии

Роман Дзугаев +7 (495) 647-23-64

Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94

Алексей Тодоров +7 (495) 647-23-62

## Департамент кредитного анализа

Сергей Гончаров +7 (495) 786-23-48

Юлия Сафарбакова +7 (495) 647-23-59

Дмитрий Турмышев +7 (495) 647-25-89

## Выпускающая группа +7 (495) 789-36-09

Татьяна Андриевская

Николай Порохов

[research.debtmarkets@trust.ru](mailto: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](mailto: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.