

**ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ**

- Вновь сильные данные по занятости в **США** в марте. Глава ФРБ Нью-Йорка заявляет об отсутствии поводов к сворачиванию количественного смягчения – на этом фоне доходности UST не выросли
- Позитивные итоги аукциона по бумагам **Португалии** позволят стране погасить апрельский долг; ждем возвращения суверенной кривой к нормальному виду
- Корпоративные и суверенные еврооблигации пользовались спросом; **рублевый евробонд РФ** поставил новый рекорд, а бумаги Белоруссии подорожали на новостях о кредитах
- Статданные по рынку труда США обеспечат **положительное открытие** торгов на российском долговом рынке; растущие цены на нефть – еще один фактор поддержки
- **ТКС Банк** планирует выпустить до USD200 млн. евробондов; ждем интересных ориентиров
- Дебютное размещение **Ferrexpo** прошло по нижней границе диапазона; евробонд может еще подрасти на общем позитиве ([стр. 2-4](#))

**ВНУТРЕННИЙ РЫНОК**

- **Ликвидности** достаточно, **ставки** денежного рынка обещают быть комфортными
- Участники рынка по-прежнему верят в **рубль**
- **Рублевый рынок:** недооцененность ОФЗ 26204 к рублевому евробонду Russia 18 стимулирует сильные покупки в данном выпуске ОФЗ
- **АИЖК** закрыло книгу по облигациям серии **A18**; условия непривлекательны
- **Русал** второй раз за месяц выходит на рынок рублевых облигаций; выпуск может быть интересен ([стр. 5-6](#))

**ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ**

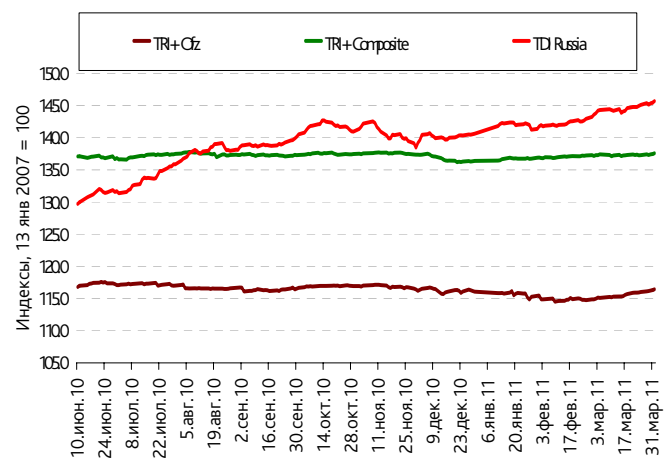
- **Совкомфлот** получит меньшую долю от собственного IPO, чем планировалось ранее; в течение 5 лет государство может продать контрольный пакет; негативные новости могут усугубить положение евробондов
- **Домодедово** ищет USD1 млрд. на развитие; в случае неудачи с IPO не исключаем возвращения компании на публичный долговой рынок
- **ТМК:** кредитное качество по итогам 2010 года выправилось, однако проблемы с денежными потоками и долговой нагрузкой вряд ли позволят держателям облигаций воспользоваться их потенциалом ранее 2012 года
- **Уралкалий** и **Сильвинит** сильно отчитались по МСФО за 2010 г.; облигации Уралкалия пока не вышли на вторичный рынок, ждем завершения M&A сделки
- **Группа ЛСР:** результаты 2010 года негативны во многом за счет фактического отражения деятельности в 2009-м; кредитный профиль, тем не менее, остается крепким, а бумаги все еще привлекательны
- **Ренессанс Кредит** опубликовал умеренно позитивные итоги по МСФО за 2010 год; нейтрально относимся к рублевым облигациям; евробонд – интересный рискованный инструмент
- Правительство приняло новые правила функционирования рынка электроэнергетики; неопределенность снимается лишь отчасти ([стр. 7-13](#))

**КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ**

	Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↓ 164.00	-1.00	-1.00	-35.00
EMBI+ spread	↓ 257.93	-3.30	-1.17	16.80
Russia 30 Price	↑ 116.90	+ 1/8	+ 1/8	+1 2/8
Russia 30 Spread	↑ 120.10	+1.30	+9.60	-28.40
Russia 5Y CDS	↓ 124.00	-4.34	-2.50	-22.51
UST 10y Yield	↓ 3.44	-0.03	-0.05	+0.11
BUND 10y Yield	↑ 3.371	+0.02	+0.10	+0.45
UST 10y/2y Yield	↑ 265.4	+2	-15	-8
Mexico 33 Spread	↑ 229	+2	+9	-3
Brazil 40 Spread	↑ 136	+5	+220	+187
Turkey 34 Spread	↓ 278	-9	-30	+22
ОФЗ 26199	↓ 5.22	-0.01	-0.45	-1.02
Москва 50	↓ 5.03	-0.03	-0.29	-0.85
Мособласть 8	↑ 7.52	+0.01	-0.24	-1.00
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	0.00
MTC 3	↓ 7.02	-0.00	-0.01	-0.44
Руб / \$	↓ 28.368	-0.061	+0.046	-1.982
\$ / EUR	↑ 1.423	+0.006	+0.025	+0.088
Руб / EUR	↑ 40.198	0.176	0.923	-0.290
NDF 1 год	↓ 4.090	-0.030	-0.200	-0.610
RUR Overnight	↓ 2.85	-0.5	-0.2	
Корчета	↓ 596.4	-13.70	+25.40	-291.90
Депозиты в ЦБ	↑ 786.7	+104.40	+59.40	+217.10
Сальдо опер. ЦБ	↑ 516.10	+24.20	-48.70	+579.90
RTS Index	↑ 2074.49	+1.60%	+3.13%	+17.04%
Dow Jones Index	↑ 12376.72	+0.46%	+1.70%	+6.05%
Nasdaq	↑ 2789.60	+0.31%	+0.18%	+3.64%
Золото	↓ 1430.33	-0.05%	-0.04%	+1.10%
Нефть Urals	↑ 114.72	+1.44%	+1.09%	+24.43%

**TRUST Bond Indices**

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↑ 252.68	0.27	2.62	7.11
TRIP Composite	↑ 236.15	0.22	0.32	1.96
TRIP OFZ	↑ 184.98	0.18	2.14	0.97
TDI Russia	↑ 228.34	0.39	2.19	6.09
TDI Ukraine	↑ 228.39	0.96	3.88	6.09
TDI Kazakhs	↑ 187.23	0.78	1.24	5.35
TDI Banks	↑ 227.14	0.26	2.52	6.36
TDI Corp	↑ 242.04	0.64	2.46	7.34

**TRUST Dollar and Ruble Bond Indices**


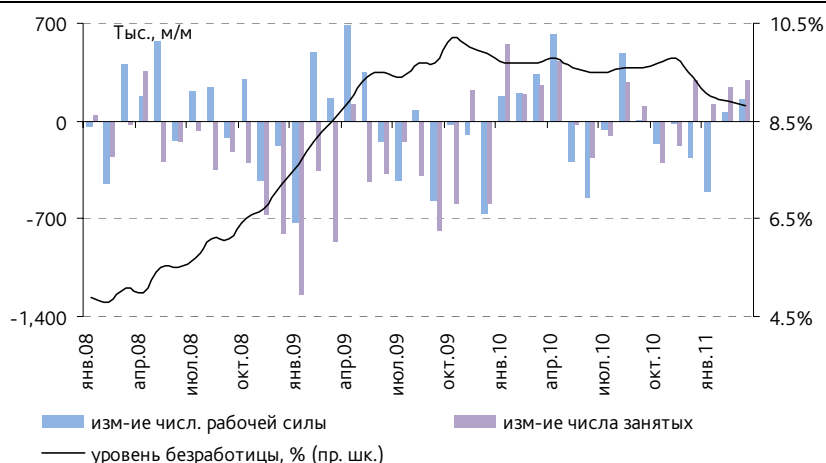


## ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

**Вновь сильные данные по занятости в США в марте. Глава ФРБ Нью-Йорка заявляет об отсутствии поводов к сворачиванию количественного смягчения – на этом фоне доходности UST не выросли**

Опубликованный в пятницу мартовский [отчет](#) о ситуации в сфере занятости в США вновь свидетельствовал о ее улучшении. Относительная безработица снизилась до 8.8% против 8.9% в феврале – снижение было обеспечено опережающим ростом числа занятых (+291 тыс.) в сравнении с увеличением численности рабочей силы (+160 тыс.). Это оказалось лучше ожиданий – консенсус-прогноз Reuters предполагал сохранение февральского уровня в 8.9%

ДИАГРАММА 1. АБСОЛЮТНЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ СИТУАЦИИ С ЗАНЯТОСТЬЮ И ОТНОСИТЕЛЬНАЯ БЕЗРАБОТИЦА, ЯНВАРЬ 2008 – МАРТ 2011



Источник: <http://www.bls.gov>

Увеличение числа рабочих мест вне сельского хозяйства также превысило ожидания (+216 тыс. относительно февраля при консенсус-прогнозе +190 тыс.). Данная величина сложилась из роста числа рабочих мест в частном секторе на 230 тыс. при их сокращении в государственном на 14 тыс. Сильное увеличение показателя в частном секторе было неожиданным – предваряющий публикацию официального отчета о занятости [доклад](#) института ADP говорил о росте в 201 тыс.

Безусловно, хорошие данные по занятости должны были спровоцировать сильные продажи в UST и уход в рискованные активы. Однако этого не произошло. Вскоре после обнародования статистики по занятости последовало запланированное выступление главы ФРБ Нью-Йорка В. Дадли, который отметил, что улучшение ситуации с занятостью в предстоящие месяцы не будет являться для ФРС поводом к изменению существующей политики в области UST. Это позволяет нам по-прежнему оставаться уверенными в том, что запланированный до конца июня выкуп UST в рамках второго этапа количественного смягчения будет выполнен в полном объеме.

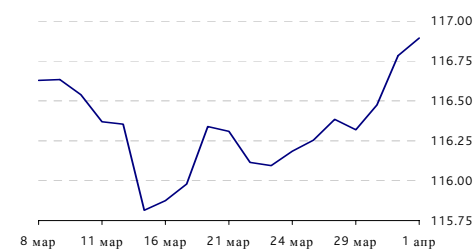
При этом мы полагаем, что до следующего заседания ФРС, которое пройдет 26-27 апреля, рынок еще обратит внимание на отсутствие согласованной позиции членов ФРС в части продолжения стимулирующих мер. При этом отметим, что если в отношении QE2 и будут какие-то изменения, то регулятор обнародует их именно по итогам апрельского заседания, поскольку в следующий раз ФРС соберется только 21-22 июня. С учетом того, что окончание QE2 запланировано на конец первого полугодия, принятие решений по нему в конце июня явно будет запоздалым шагом. В то же время на июньском заседании следует ожидать обсуждений дальнейших шагов в области количественного смягчения.

**Позитивные итоги аукциона по бумагам Португалии позволят стране погасить апрельский долг; ждем возвращения суверенной кривой к нормальному виду**

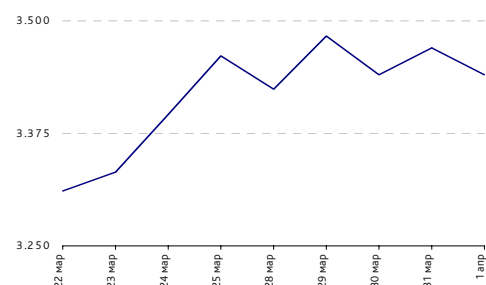
В минувшую пятницу Португалия разместила годовые гособлигации на EUR1.6 млрд против запланированных EUR1.5 млрд., ставка выросла до 5.80% с 3.20% на предыдущем аукционе, а переподписка составила 1.4х.

С нашей точки зрения, итоги аукциона можно считать достаточно успешными.

Russia 30 (Price)



US Treasuries 10 Year (YTM)



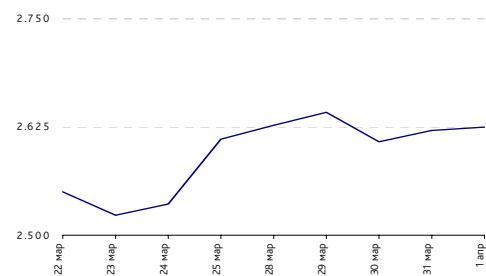


Так, ставка в ходе размещения оказалась ниже показателя обращающихся на рынке бумаг с аналогичной дюрацией (варьировалась в пятницу в пределах 5.98-6.01%), а солидный спрос говорит о том, что запланированные на второй квартал размещения краткосрочных бумаг в объеме до EUR7 млрд. могут также быть небезынтересны инвесторам.

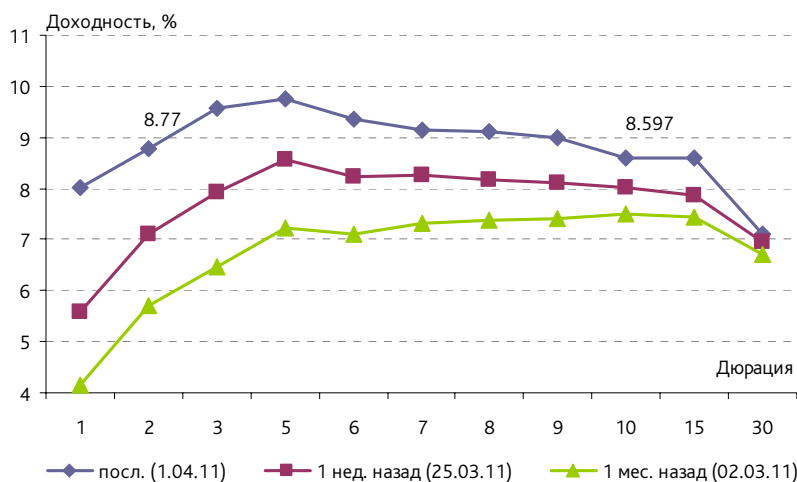
В этом свете Лиссабон, вероятно, сможет вовремя осуществить апрельский платеж по госдолгу. Тем не менее мы бы хотели отметить, что большой объем краткосрочных заимствований, намеченный на апрель-июнь, наверняка обернется для страны значительными сложностями через год, когда данные бумаги надо будет рефинансировать.

Еще одна новость пятницы, поступившая с «португальского» фронта, – доходность двухлетних госбумаг впервые в истории превысила доходность десятилетнего долга. Мы склонны считать, что подобный аномальный вид кривой вызван активными продажами короткого госдолга страны со стороны крупных инвесторов. В этой связи мы ждем трансформации инвертированной кривой к своему нормальному состоянию вне зависимости от сроков вероятного обращения Лиссабона за внешней финансовой помощью.

### Brazil 40 (YTM)



### ДИАГРАММА. ТЕКУЩАЯ И ИСТОРИЧЕСКИЕ КРИВЫЕ ДОХОДНОСТИ ГОСБУМАГ ПОРТУГАЛИИ



Источник: Reuters

Последний сценарий становится при этом все более вероятным – в пятницу агентство Fitch снизило суверенный рейтинг Португалии сразу на три ступени, до «BBB-» с «негативным» прогнозом. Таким образом, в настоящий момент рейтинги страны по версии Fitch и S&P стоят на грани перехода в спекулятивную категорию. В Fitch выразили убежденность в необходимости внешней финансовой поддержки Лиссабона.

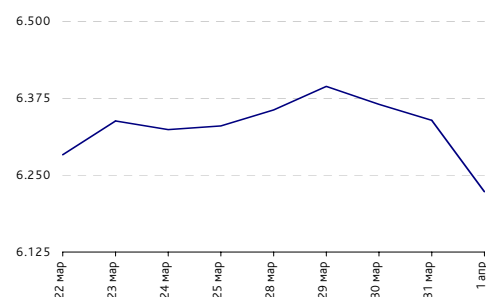
### Корпоративные и суверенные еврооблигации пользовались спросом; рублевый евробонд РФ поставил новый рекорд, а бумаги Белоруссии подорожали на новостях о кредитах

Пятничные торги на российском рынке еврооблигаций завершились ростом котировок как в корпоративном, так и в суверенном сегменте на фоне благоприятных статистических данных из США и сохраняющейся устойчивости рынка к негативу из Японии и Ливии.

В нефтегазовом секторе наибольшая активность была отмечена в длинных бумагах Газпрома и выпусках Новатэка, которые подорожали в среднем на 35 и 20 бп соответственно. Привлекли инвесторов и бумаги компаний второго эшелона – поднялись в цене евробонды Алросы, РусГидро и Северстали, а выпуски Евраза отыграли понесенные в четверг потери, прибавив 70-90 бп. В банковском секторе спросом пользовались долгосрочные бумаги – прибавили в цене евробонды ВЭБа, ВТБ и Россельхозбанка. Из недавно размещенных бумаг, позитивную динамику продемонстрировал выпуск HCFB 14, подорожавший на 35 бп, в то время как фунтовый Russian Railways 31P не изменился в цене по итогам дня.

В суверенных евробондах также наблюдалось восходящее движение. Russia 30 подорожала на 10 бп – до 116.9% от номинала. Спред Russia 30 – UST10 сохранился неизменным (120 бп) на фоне относительной стабильности в UST10. Рублевый выпуск Russia 18R оказался в лидерах суверенного сегмента,

### Turkey 34 (YTM)





подорожав за день почти на 560 бп – до нового исторического максимума в 103.10% от номинала.

В белорусских суверенных выпусках, как мы и предполагали, был отмечен рост на фоне сообщений о вероятности поступления республике кредитов от России и ЕврАзЭС уже в течение 30 дней. Евробонды **Belarus 15** и **Belarus 18** подорожали в среднем на 120 бп и, с большой долей вероятности, продолжат свое восхождение в ближайшее время.

### **Статданные по рынку труда США обеспечат положительное открытие торгов на российском долговом рынке; растущие цены на нефть – еще один фактор поддержки**

Новая рабочая неделя обещает начаться с роста котировок на российском долговом рынке. Нестабильность на Ближнем Востоке, военная операция в Ливии, угроза радиационного заражения в Японии – со всем этим рынок уже научился справляться. Зато пятничные данные по рынку жилья стали для него приятной неожиданностью. В результате на азиатских фондовых площадках с утра в понедельник наблюдается рост основных индексов. Фьючерсы на индексы США пока не указывают четкого направления, однако другой не менее важный для российского рынка ориентир – цены на нефть – уверенно растут. За бочку Brent предлагают уже около USD119 против USD117 вечером в пятницу.

### **ТКС Банк (B3/NR/B) планирует выпустить до USD200 млн. евробондов; ждем интересных ориентиров**

Сегодня Интерфакс пишет о том, что Банк «Тинькофф Кредитные Системы» (ТКС Банк) планирует занять на внешних рынках до USD200 млн. Еврооблигации, скорее всего, будут выпущены сроком на 3 года. Были озвучены намерения выпустить рублевые облигации в 4К 2011 года. Таким образом, совокупный объем заимствований на публичных рынках долга составит в 2011 году USD200-300 млн.

Мы ожидаем увидеть привлекательные ориентиры, рассчитывая на доходность не ниже 11.00-13.00% на диапазоне трех лет. Мы полагаем, что банк вполне может предложить премию для обеспечения ликвидности в бумагах. Напомним, что на текущий момент рублевые выпуски эмитента предлагают доходность выше 13.00% к погашению через 2.0-2.5 года. К тому же еврооблигации другого розничного банка с сопоставимыми рейтингами - Ренессанс Кредит - **RenCap CB 13** торгуются под ставку 10.30% к погашению через 2 года.

### **Дебютное размещение Ferrexpo (B2/B+/B) прошло по нижней границе диапазона; евробонд может еще подрасти на общем позитиве**

Украинский производитель окатышей, компания Ferrexpo, в пятницу разместил дебютные 5-летние еврооблигации на USD500 млн. по нижней границе диапазона – под ставку 7.875%. Как мы уже отмечали (см. Навигатор долгового рынка от 1 апреля 2011 г.), оценка бумаг украинской компании представляется нам несколько завышенной. Так, премия к выпуску **Metinvest 15** составила около 80 бп, а дисконт к бумаге другого крепкого украинского эмитента, МХП, - 25 бп. В то же время мы не исключаем дополнительного движения вверх в бумагах Ferrexpo, учитывая общий позитивный тренд на рынке и внимание, уделяемое инвесторами новым выпускам.

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

☎ 647-23-59

*Алексей Тодоров, [aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)*

☎ 647-23-62



## ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

### Ликвидности достаточно, ставки денежного рынка обещают быть комфортными

После череды дней, отмеченных мощным притоком средств (порядка RUB100-150 млрд. в день), в пятницу [чистая ликвидная позиция](#) прибавила лишь RUB13.9 млрд., достигнув RUB1.6 трлн., около 90% из которых находится в наиболее ликвидных корсчетах и депозитах. Структура ликвидных активов в отсутствие крупных платежей и аукционов смещается в сторону [депозитов](#), которые к сегодняшнему утру пополнились на RUB60.0 млрд. (до RUB846.7 млрд.), между тем [корсчета](#) несколько снизились – на RUB46.1 млрд. (до RUB550.3 млрд.).

Комфортная ситуация с ликвидностью внушает спокойствие денежному рынку, где стоимость короткого привлечения по-прежнему находится вблизи ставки овернайт по депозитам с ЦБ (3.0%). Не дороже, чем днем ранее в пятницу стоили [межбанковские кредиты](#) на 1 день – 2.5-3.0%. Сегмент междилерского РЕПО отличается постоянством – стоимость фондирования в этом сегменте уже месяц колеблется в диапазоне 3.5-3.6%. Средняя ставка по сделкам [под залог ОФЗ](#) на 1 день снизилась до 3.58 (-1 бп), а под залог облигаций [1-го эшелона](#), напротив, скорректировалась до 3.53% (+12 бп) против необычно резкого падения накануне. Ставки в сегменте рубль-доллар расчетами завтра больше недели торгуются не выше 3.0%, опускаясь к закрытию до 2.7-2.8%.

Каких-либо событий, способных существенно повлиять на ликвидность на этой неделе не предвидится. Минфин предоставляет возможность привлечь финансирование под покупку ОФЗ (до RUB20 млрд., 6 апреля) на депозитном аукционе ведомства накануне (до RUB55 млрд., 5 апреля), оттого чистый эффект на ликвидность от этих событий будет близким к нейтральному. На этом фоне в течение недели мы ожидаем стабилизации чистой ликвидной позиции на уровне RUB1.6 трлн., а ставок денежного рынка вблизи стоимости депозитов ЦБ (3.0%).

### Участники рынка по-прежнему верят в рубль

С открытия по RUB33.71 в пятницу стоимость бивалютной корзины в первые полчаса торгов опустилась до дневного минимума RUB33.66, после чего колебалась в этом диапазоне вплоть до окончания торгов по RUB33.65, что на 13 копеек ниже предыдущего закрытия.

Участники рынка по-прежнему верят в укрепление рубля, отражением чему в пятницу послужило снижение [трехмесячных ставок NDF](#) до 3.09-3.18% (против 3.14-3.22% накануне).

### Рублевый рынок: недооцененность ОФЗ 26204 к рублевому евробонду Russia 18 стимулирует сильные покупки в данном выпуске ОФЗ

В пятницу мы наблюдали продолжение покупок в ОФЗ, а также сегментах второго и третьего эшелонов. В сегменте ОФЗ стоит отметить продолжение сильных покупок при ликвидном рынке в [ОФЗ 26204](#) (+28 бп). По итогам пятницы доходность выпуска составила 7.72%. Рублевый евробонд [Russia 18](#) при аналогичной дюрации в 5.5 лет предлагает доходность 7.27% (по итогам пятничного закрытия). С размещением 23 марта [ОФЗ 26204](#) идея покупки [ОФЗ 26204](#) против [Russia 18](#) выглядит достаточно очевидной, и на этом фоне участники торгов в последние несколько дней наращивают длинные позиции в данном выпуске ОФЗ.

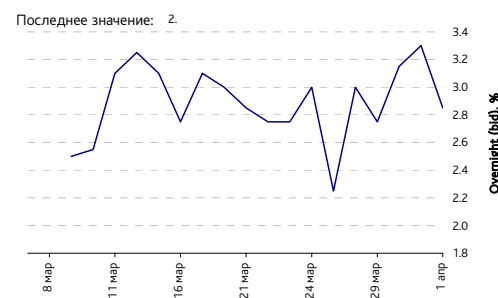
В целом в сегменте ОФЗ в пятницу торговая активность сохранилась в средней части суверенной кривой (3-5 лет). В первом эшелоне наиболее торгуемым выпуском оставались [ВЭБ-8](#) (-9 бп) и [Транснефть-3](#) (+32 бп), сильные покупки при высоком обороте торгов присутствовали в выпуске [Газпром нефть-8](#) (+15 бп).

### АИЖК (Ваа1/ВВВ/НР) закрыло книгу по облигациям серии А18; условия непривлекательны

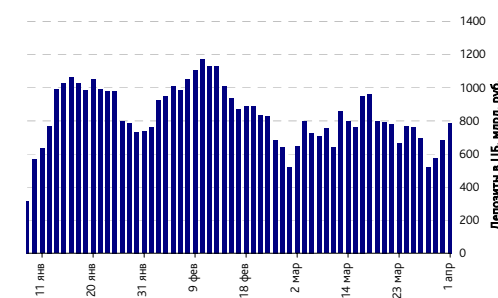
В пятницу АИЖК закрыло книгу на покупку RUB7 млрд. облигаций серии А18 по ставке купона 8.00%, что предполагает доходность к оферте через 5 лет на уровне УТР 8.24%. Изначально ориентир по купону озвучивался в диапазоне 8.35-8.60%, после чего дважды понижался до 8.00-8.10%. В итоге закрытие книги произошло по нижней границе диапазона.

Напомним, что после пут-опциона предполагается досрочное, по усмотрению эмитента, погашение 70% от номинала в июле 2016 и 30% - в 2017.

### Ставка overnight (максимум, bid)



### Депозиты в ЦБ РФ





Предусмотрена также амортизационная структура погашений: по 30% от номинала в июле 2020 и 2023 и по 20%- в 2021 и 2022. Техническое размещение назначено на 5 апреля.

Мы считаем установленные параметры неинтересными, поскольку не предполагается премии к обращающимся выпускам АИЖК. Так, относительно ликвидные бумаги серий АИЖК-10 и АИЖК-11 торгуются с доходностями YTM 8.18-8.24% с дюрацией 4.1-4.9.

### Русал (NR) второй раз за месяц выходит на рынок рублевых облигаций; выпуск может быть интересен

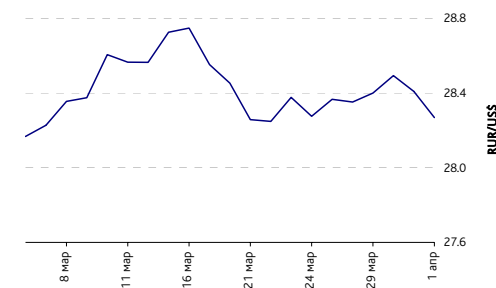
Сегодня утром Русал объявил об открытии книги заявок на новый выпуск облигаций **Русал Братск-8** на RUB15 млрд. Ставка купона объявлена в диапазоне 8.70-9.00% к ожидаемой через 4 года оферте. Это соответствует эффективной доходности в 8.89-9.20% годовых.

Отметим, что около месяца назад прошло размещение другого выпуска дочки алюминиевого холдинга – **Русал Братск-7**. Вероятно, вдохновившись примером этого выпуска, который сейчас с момента размещения вырос на 60 бп по цене, компания решила привлечь дополнительные средства. Средства на рефинансирование компании необходимы, тем более учитывая отмененное размещение еврооблигаций в юанях.

Мы считаем, что предложенная по отношению к выпускам Мечела и Евразы премия в 20-50 бп выглядит привлекательно: так, **Русал Братск-7** торгуется с бумагами компаний на одном уровне. Мы оцениваем справедливую доходность даже ниже сталепроизводителей: сейчас кредитное качество хуже, однако в перспективе года-двух мы ждем его существенного улучшения.

*Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru ☎ 786-23-48*  
*Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru ☎ 789-35-94*  
*Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru ☎ 647-23-64*  
*Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru ☎ 647-23-59*

Курс рубль/доллар





## ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

### ТРАНСПОРТ

**Совкомфлот (Ваа3/NR/BBB-) получит меньшую долю от собственного IPO, чем планировалось ранее; в течение 5 лет государство может продать контрольный пакет; негативные новости могут усугубить положение евробондов**

*Как пишут Ведомости, по итогам совещания правительственной комиссии по приватизации во главе с Игорем Шуваловым было принято решение направить привлекаемые от IPO Совкомфлота средства в пропорции 80/20 – государству и компании. Ранее речь шла о равных долях. Учитывая предварительную оценку продаваемого в 2011 году пакета (25%-1 акция) в USD1 млрд., Совкомфлот получит USD200 млн., а не USD500 млн.*

*Согласно плану до 2014 года доля государства в компании снизится до 50%+1 акция, а до 2016 года – возможно и ниже контрольного пакета. До конца 2011 года будет продано, по плану, 25%-1 акция.*

### КОММЕНТАРИЙ

Обе новости – как об уменьшении получаемых Совкомфлотом средств, так и о возможной продаже государством контрольного пакета – негативны для танкерной компании. Напомним, что основными поддерживающими факторами для размещенных в ноябре 2010 года еврооблигаций были господдержка и техническое вхождение **Sovcomflot 17** в список EMBI+. Учитывая, что о приватизации было известно еще до размещения бондов, вероятно, часть инвесторов рассчитывала на то, что кредитный профиль Совкомфлота подкрепится привлекаемыми от продажи акций средствами. Теперь же и эти факторы поддержки ослабнут.

Мы считаем, что новости могут негативно сказаться на еврооблигациях **Sovcomflot 17**, которые до сих пор торгуются ниже номинала. Разместившись в конце прошлого года, они демонстрируют наихудшую динамику из всех новых выпусков эмитентов стран СНГ. Мы считаем, что до появления новых позитивных новостей рост бумаг вряд ли возможен. А учитывая неблагоприятную для танкерных операторов конъюнктуру рынка (низкие ставки фрахта), вряд ли этих новостей стоит ожидать и по итогам финансовой отчетности за 2010 год.

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

**Домодедово (NR) ищет USD1 млрд. на развитие; в случае неудачи с IPO не исключаем возвращения компании на публичный долговой рынок**

*В пятницу Интерфакс сообщил о том, что аэропорт «Домодедово» назначил 4 международных инвестбанка организаторами планируемого размещения акций компании. По данным агентства, аэропорт намерен привлечь USD1.0 млрд., которые будут направлены на развитие.*

### КОММЕНТАРИЙ

После последних радикальных перемен в развитии московского авиаузла (МАУ), выразившихся в фактическом объединении аэропортов «Внуково» и «Шереметьево» и решении о строительстве 3-й взлетно-посадочной полосы (ВПП) в Шереметьево, новость об увеличении инвестиционной программы Домодедово не выглядит откровенным сюрпризом.

Намерение компании выйти на рынок акций могло бы преследовать как минимум 3 основные цели:

- Непосредственно привлечение значительной суммы денежных средств на развитие;
- «Опубликование» структуры собственников аэропорта «Домодедово», текущая конфигурация которой вызывает немало официальной и неофициальной критики после событий декабря 2010 – января 2011 г.
- Фиксация рыночной стоимости компании в свете возможного объединения всех 3 ключевых аэропортовых комплексов МАУ (Домодедово, Внуково, Шереметьево).

Мы исходим из того, что приоритетной для Домодедово могла бы все-таки



являться целью привлечения средств/фондирования для ускорения инвестиционной программы. Перед компанией остро стоит необходимость завершения расширения терминальной емкости. А после решения о строительстве 3-й ВПП, на которую претендовало и Домодедово, в другом аэропорту перед компанией встает вопрос о форсировании и этого пункта развития в кратчайшие сроки.

Если принять цель привлечения USD1.0 млрд. как ключевую среди трех обозначенных выше, то можно говорить о том, что рынок акционерного капитала, может быть, и является для компании предпочтительным, но точно не единственным. Сложности с IPO или неудовлетворительная для акционеров оценка стоимости могли бы привести Домодедово на публичный долговой рынок, где новичком компания не является. Важно отметить, что в свете последних тенденций на рынке авиаперевозок МАУ, Домодедово не могло бы претендовать на доступ к банковскому (особенно, от госбанков) фондированию, сопоставимый с Шереметьево. Иными словами, публичный долговой рынок мог бы, как и до кризиса, стать хорошей опцией для компании.

Леонид Игнатъев, [leonid.ignatiev@trust.ru](mailto:leonid.ignatiev@trust.ru)  
☎ 647-23-60

## МЕТАЛЛУРГИЯ

### **ТМК (B1/B/NR): кредитное качество по итогам 2010 года выправилось, однако проблемы с денежными потоками и долговой нагрузкой вряд ли позволят держателям облигаций воспользоваться их потенциалом ранее 2012 года**

Предоставленная ТМК в пятницу годовая отчетность по МСФО отразила в себе как довольно быстрое восстановление трубного рынка по итогам 2010 года, так и непростое положение компании в производственной цепочке между поставщиками (крупные металлургические холдинги) и потребителями (нефтегазовые компании). Существенное выправление кредитного профиля ТМК налицо, однако, с учетом уже показанных и прогнозируемых результатов, мы считаем, что полноценное снижение высокой долговой нагрузки возможно лишь в перспективе одного-двух лет.

Основные моменты, которые нам удалось выделить в деятельности компании за 2010 год, сводятся к следующим:

- **Конъюнктура на мировых рынках была позитивна для ТМК.** В России рынок производства стальных труб достиг 20-летнего максимума, увеличившись к 2009 году на 48% (до 9.2 млн. тонн). Сама компания воспользовалась таким восстановлением, увеличив объем продаж на 30% (до 3.0 млн. тонн). Рост буровых работ в США, особенно в связи с добычей нетрадиционного газа, позволил североамериканскому дивизиону увеличить продажи в 2.3 раза (0.8 млн. тонн).
- **Удорожание оказалось не столь существенным,** в результате чего выручка по каждому региону росла преимущественно за счет увеличения физических объемов проданной продукции. Совокупная выручка достигла USD5.6 млрд. (+60%). При этом USD1.3 млрд. роста по России на 60% объяснялись увеличением объемов, по Северной Америке – на 100% (при прибавке в USD670 млн.), а по Европе – 72% из USD90 млн.
- **Прогноз компании на 2011 год** предсказывает меньшую динамику в сравнении с 2010 годом: 7% увеличения отгрузки труб за год по России и 10% - по Северной Америке. Предварительные итоги 1К 2011 свидетельствуют о чуть лучшей динамике: +15% год к году. В 1К 2011 на фоне растущих цен на сырье ТМК повысила цены для потребителей на 10-15%, однако, как отмечает менеджмент, недавний резкий рост цен на сталь снижает рентабельность в 1П 2011 году. В целом оценка менеджментом выручки и EBITDA в 1К 2011 превосходит среднегодовые показатели 2010 года.
- **Денежные потоки** ТМК по-прежнему разочаровывают: даже чистый операционный денежный поток от операций во 2П 2010 составил немногим больше, чем в 1П 2010 – USD29 млн., а свободный денежный поток – в глубоком минусе (-USD270 млн.). Потребность компании в оборотном капитале все еще велика, а потому вероятно, что и результаты 2011 года будут разочаровывать.



- **Долговая нагрузка** резко снизилась на фоне роста операционных показателей: «Долг/ЕБИТДА» достиг 4.3х в 2010 году против 12.1х годом ранее. В то же время валовый объем долга увеличился еще на USD220 млн., и до тех пор, пока компании не удастся генерировать свободный денежный поток, долг вряд ли будет снижаться.
- **Рефинансирование** остается основной стратегией ТМК в условиях затрудненного снижения объемов долга. В последние полгода, в частности, было размещено по выпуску рублевых и долларовых облигаций, а также привлечено несколько крупных кредитных линий, в связи с чем мы считаем, что в ближайший год у ТМК не будет острых проблем с погашением долгов. Кроме того, в пятницу один из топ-менеджеров компании не исключил возможного в 2011 году SPO акций с целью погашения части долга, что также позволило бы разгрузить график погашений.

Мы считаем, что озвученные цифры и прогнозы умеренно негативны для держателей облигаций ТМК. На наш взгляд, полноценное восстановление кредитного профиля откладывается как минимум до 2012 года, а потому вполне вероятно, что и отмечаемая нами ранее недооцененность **ТМК 18** по отношению к **Evraz 18** вряд ли будет отыграна в ближайшие месяцы. Впрочем, мы сохраняем долгосрочную оценку справедливого спреда между ними в 30 бп. Возможное повышение рейтингов ТМК, на наш взгляд, также дело уже не 2011 года. Рублевые облигации **ТМК БО-1** непривлекательны.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТМК

МСФО, USD млн.	2007	2008	2009	2010
Выручка	4,179	5,690	3,461	5,579
ЕБИТДА	905	1,003	309	900
Чистая прибыль	506	198	-324	104
Чистый операционный денежный поток	216	555	408	44
Капвложения и приобретение ДЗО	734	2,025	905	288
Свободный денежный поток	-446	-285	13	-271
Совокупный долг в т.ч.	1,539	3,211	3,752	3,872
Краткосрочный долг	1,033	2,216	1,537	702
Денежные средства и эквиваленты	89	143	244	158
Активы	4,676	7,068	6,681	6,862
<b>Показатели</b>				
ЕБИТДА margin (%)	21.7%	14.2%	4.6%	16.1%
ЕБИТДА/проценты (x)	8.8	3.7	0.7	2.1
Долг/ЕБИТДА (x)	1.7	3.2	12.1	4.3
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	1.6	3.1	11.3	4.1
Долг/Собственный капитал (x)	0.7	1.7	2.5	2.4

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Сергей Гончаров, [sergey.goncharov@trust.ru](mailto:sergey.goncharov@trust.ru)  
☎ 786-23-48

#### ПРОМЫШЛЕННОСТЬ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ РЫНОК

**Уралкалий (NR) и Сильвинит (NR) сильно отчитались по МСФО за 2010 г.; облигации Уралкалия пока не вышли на вторичный рынок, ждем завершения M&A сделки**

В минувшую пятницу Уралкалий и Сильвинит опубликовали консолидированные отчетности по международным стандартам за 2010 г.

#### КОММЕНТАРИЙ

Несмотря на небольшое снижение операционных показателей во 2П по сравнению с 1П 2010 г., относительно результатов 2009 г. выручка и ЕБИТДА Уралкалия выросли на 53% и 48% соответственно. Операционные показатели Сильвинита продемонстрировали более скромную динамику: +15% по выручке и -14% по ЕБИТДА.

Увеличение выручки производителей калийных удобрений обеспечено, прежде всего, значительным ростом мировых цен на продовольствие и последовавшее за ним увеличение спроса на все виды удобрений со стороны сельхозпроизводителей. Рентабельность по ЕБИТДА Уралкалия остается стабильной – на уровне 46-47%, что все же несколько ниже предкризисных 60-65%.



## КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ УРАЛКАЛИЯ

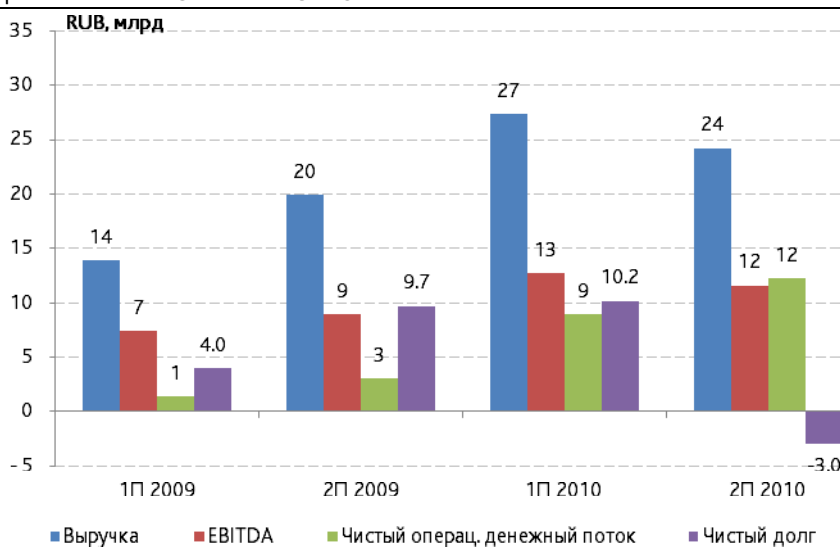
МСФО, RUB млрд.	Уралкалий		Сильвинит	
	2009	2010	2009	2010
Выручка	33.8	51.6	34.0	39.0
ЕБИТДА	16.4	24.3	21.2	18.3
Чистая прибыль	9.1	16.7	10.5	11.5
Чистый операц. денежный поток	4.5	21.2	12.8	12.9
Капвложения и М&А	14.4	10.3	5.5	3.8
Свободный денежный поток	-9.1	10.9	7.4	9.1
Совокупный долг	14.0	11.8	49.0	45.5
Краткосрочный долг	5.7	2.6	3.6	14.3
Денежные средства и эквиваленты	4.3	14.8	3.5	4.0
Активы	63	74	106	113
<b>Показатели</b>				
ЕБИТДА margin	48%	47%	62%	47%
ЕБИТДА/проценты	41.7	52.3	4.0	4.4
Долг/ЕБИТДА*	0.9	0.2	2.3	2.5
Чистый долг/ЕБИТДА*	0.6	-0.1	2.1	2.3
Долг/Собственный капитал	0.3	0.2	1.0	0.8

Источники: данные компании, расчеты НБ ТРАСТ

Ситуация с долгом у Уралкалия остается стабильной: чистый долг по итогам 2010 г. стал отрицательным, а долговая нагрузка в терминах «Совокупный долг/ЕБИТДА» уменьшилась до 0.2х.

У Сильвинита долг несколько снизился (до RUB46 млрд.), однако из-за некоторого снижения ЕБИТДА долговая нагрузка увеличилась: показатель «Чистый долг / ЕБИТДА» на конец 2010 г. составил 2.3х против 2.1х в конце 2009 г.

## ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ УРАЛКАЛИЯ



Источники: данные компании, расчеты НБ ТРАСТ

Рублевые облигации Уралкалия пока еще не вышли на вторичный рынок. Мы ожидаем, что после завершения М&А сделки между Уралкалием и Сильвинитом бонды приобретут достаточную ликвидность и снизят премию к кривой ЕвроХима до 10-20 бп.

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

## СТРОИТЕЛЬСТВО И ДЕВЕЛОПМЕНТ

**Группа ЛСР (B2/NR/B): результаты 2010 года негативны во многом за счет фактического отражения деятельности в 2009-м; кредитный профиль, тем не менее, остается крепким, а бумаги все еще привлекательны**

В пятницу Группа ЛСР представила отчетность по МСФО за 2010 год. Учетная политика компании не дает возможности в полной мере наблюдать тренды именно 2010 года, а скорее – 2009, а потому результаты оказались негативными. Несмотря на это, долговая нагрузка находится в рамках поддерживаемых компанией уровней, а потому мы считаем, что кредитное качество остается



высоким по меркам строительной отрасли и третьего эшелона в целом.

Результаты отчета о прибылях и убытках ЛСР можно назвать ожидаемо негативными с учетом того, что компании строительной отрасли традиционно с задержкой отражают выручку по своим контрактам. Впрочем, если сравнить цифры последних трех лет (см. таблицу), можно заметить, что при практически постоянной выручке EBITDA в 2010 году снизилась. На наш взгляд, это связано с большей ориентированностью Группы ЛСР на госконтракты по строительству недорогого жилья в посткризисный период.

Мы считаем, что в 2011-2012 гг. постепенное восстановление отрасли и его верхнего ценового сегмента в частности найдут отражение в отчетности девелопера и вернут рентабельность на высокие уровни в 25-30%.

Показатели отчета о движении денежных средств (который гораздо меньше подвержен влиянию учетной политики), впрочем, также свидетельствуют о неудачном 2010 г. Уже на операционном уровне денежные потоки ушли в отрицательную зону, и даже существенное снижение инвестпрограммы не позволило это полностью компенсировать. Впрочем, в ноябре был запущен цементный завод ЛСР, который потребовал львиную долю инвестиций в 2010 году, а потому мы ожидаем улучшений для компании уже в 2011 году.

Недостатки в денежных потоках от операций и инвестиций нивелировались за счет проведенного в начале года SPO на USD385 млн. Это, а также активное рефинансирование долгов за счет новых выпусков облигаций, позволило существенно улучшить структуру долгового портфеля Группы ЛСР. В результате совокупный долг снизился с RUB39.5 млрд. до RUB31.7 млрд., а график погашений стал вполне приемлемым: крупных погашений не ожидается до 2013 года. Для компании позитивен также тот факт, что большая часть долга переведена из валюты в рубли.

Мы считаем, что в рублевых облигациях Группы ЛСР сохраняется небольшой потенциал роста. С учетом недавно размещенного ЛСР БО-З, компания фактически выстроила полноценную кривую своих выпусков, разрыв которой с кривой металлургических компаний с рейтингами «В1/В+» составляет 100-130 бп. Мы считаем, что на фоне того, что во втором эшелоне спреда уже чересчур узкие, крепкие представители третьего могут еще привлечь к себе внимание инвесторов. Бумаги уже существенно выросли за последний год, однако мы считаем, что сужение спреда к кривой Мечела-Евраз до 80-100 бп вполне вероятно.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ГРУППЫ ЛСР

МСФО, RUB млрд.	2007	2008	2009	2010
Выручка	35.8	49.8	51.0	49.9
ЕБИТДА	8.0	13.4	15.2	9.0
Переоценка имеющейся недвижимости	8.0	-16.1	-1.8	0.0
Чистая прибыль	9.2	-8.0	4.6	1.7
Чистый операционный денежный поток	-8.5	4.4	3.5	-2.4
Капвложения и приобретение ДЗО	6.8	14.9	10.5	4.6
Свободный денежный поток	-14.1	-5.8	-4.3	-7.0
Совокупный долг в т.ч.	24.2	36.9	39.5	31.7
Краткосрочный долг	10.8	18.0	15.1	4.0
Денежные средства и эквиваленты	8.7	3.2	2.9	1.3
Активы	94.9	113.9	110.3	106.2
<b>Показатели</b>				
ЕБИТДА margin (%)	22.4%	26.9%	29.9%	18.1%
ЕБИТДА/проценты (x)	3.9	4.2	3.3	2.3
Долг/ЕБИТДА (x)	3.0	2.8	2.6	3.5
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	1.9	2.5	2.4	3.4
Долг/Собственный капитал (x)	0.6	1.1	1.0	0.6

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Сергей Гончаров, [sergey.goncharov@trust.ru](mailto:sergey.goncharov@trust.ru)  
☎ 786-23-48

#### БАНКИ И ФИНАНСЫ

**Банк «Ренессанс Кредит» (ВЗ/В-/В-) опубликовал умеренно позитивные итоги по МСФО за 2010 год; нейтрально относимся к рублевым облигациям; евробонд – интересный рискованный инструмент**



КОММЕНТАРИЙ

Сегодня Банк Ренессанс Кредит опубликовал финансовые результаты за 2010 год по МСФО, которые мы находим умеренно позитивными. Отметим основные тенденции 2П 2010:

- **Восстановление позитивной динамики кредитного портфеля:** +17% до RUB32.5 млрд. Основной прирост составили розничные кредиты, которые по-прежнему достигают 95% от всех займов клиентам.
- **Улучшение качества кредитов:** доля NPLs свыше 90 дней сократилась до 6.0% в ссудном портфеле с 10.5% по итогам 1П 2010. Это позволило банку сократить отчисления в резервы на треть п/к/п до RUB2.1 млрд. Однако отметим, что сократился также показатель покрытия просроченных кредитов резервами до 0.6х, что нельзя назвать комфортным уровнем.
- **Активный приток клиентских средств.** Средства клиентов выросли более чем в 1.5 раза за 2П 2010 до RUB18.2 млрд. и достигли 62% в фондировании (45% по итогам 1П 2010). При этом они на 84% представлены средствами частных клиентов, что мы считаем позитивным трендом для структуры фондирования банка.
- **Поддержание чистой процентной маржи:** чистая процентная маржа осталась практически на прежнем уровне в 26.2% против 26.3% в 1П 2010, по нашим оценкам. Этому способствовал рост доли высокомаржинальных продуктов в виде кредитных карт и кредитов наличными, а также приток более дешевых средств частных лиц.

Отметим, что по-прежнему сохраняется существенный объем сделок со связанными сторонами. На момент отчетной даты средства в виде прочих обязательств не оседают на балансе, однако оборот с компаниями группы достиг в 2010 году RUB612 млрд. (RUB698 млрд. в 2009).

На текущий момент мы нейтрально относимся к рублевым выпускам банка, считая их перекупленными. Еврооблигации **RenCap CB 13** (YTM 10.30%), на наш взгляд, интересная покупка для инвесторов с повышенным аппетитом к риску.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ БАНКА РЕНЕССАНС КРЕДИТ

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	2010
Чистые процентные доходы	11.6	12.5	9.5
Чистые комиссионные доходы	3.0	0.5	2.3
Операционные доходы до резервов	15.0	11.2	11.9
Операционные расходы	-6.3	-3.6	-5.1
Отчисления в резервы	-6.7	-12.5	-5.1
Чистая прибыль	1.5	-4.2	1.6
Денежные средства	8.7	3.7	5.7
Ценные бумаги	1.5	1.0	1.0
Кредитный портфель, гросс	53.6	33.0	32.5
Резервы	-2.8	-4.8	-1.2
Кредитный портфель, нетто	50.8	28.2	31.3
Средства кредитных организаций	5.2	0.6	0.0
Средства клиентов	9.4	6.2	18.2
Долговые ценные бумаги размещенные	18.2	10.4	10.2
Собственный капитал	12.2	9.5	11.3
Активы	64.3	43.1	40.7
<b>Показатели</b>			
Доходность собственного капитала (ROAE)	15.1%	-39.1%	13.3%
Доходность активов (ROAA)	2.7%	-7.9%	3.0%
Расходы/доходы	42.2%	32.5%	42.2%
Чистая процентная маржа (NIM)	23.6%	26.5%	26.2%
NPLs/кредиты свыше 90 дней	6.8%	20.0%	6.0%
Резервы/кредиты	5.2%	14.5%	3.6%
Резервы/NPLs	0.8	0.7	0.6
Достаточность капитала (TCAR)	19.2%	21.2%	29.0%

Источник: данные банка, НБ «Траст»

Юлия Сафарбакова, [yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)  
☎ 647-23-59



ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА

**Правительство приняло новые правила функционирования рынка электроэнергии; неопределенность снимается лишь отчасти**

*В пятницу были опубликованы новые правила функционирования рынка электроэнергии и мощности.*

КОММЕНТАРИЙ

В документе отмечается, что выручка ФСК будет снижена на RUB5 млрд., что должно ограничить рост тарифов по передаче электроэнергии по магистральным сетям с нынешних 32% до 26%. Источники финансирования инвестиционных программ государственных РусГидро и Росэнергоатома будут также пересмотрены. Тарифы на мощность «вынужденных» генераторов будут снижены.

Последние опубликованные правила подтверждают общую тенденцию на снижение расходов конечных потребителей электроэнергии в ущерб выполнению обещаний инвесторам о либерализации рынков электроэнергии и мощности.

На рынке мощности ситуация остается по-прежнему неопределенной: согласно опубликованному документу, окончательные правила его функционирования будут утверждены в ближайшие 9 месяцев. Напомним, что ранее предлагалось в ходе КОМ отказаться от ценовых заявок, а также обязать крупных потребителей, покупающих мощность по двухсторонним договорам с гидрогенераторами, в частности Русал, компенсировать разницу с рыночной ценой.

На наш взгляд, принятие правил несколько снизило неопределенность в отрасли, однако остающиеся вопросы могут серьезно усложнить компаниям выход на долговой рынок.

*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, %
ТКБ-2	1800	8.15	5 / 2	NA / 8.32
СистемаАФК-4	19500	7.65	5	7.8
Группа ЛСР-360	2000	9.5	3	9.73
МДМ Банк-260	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
ЮТЭйр-Финанс-460	1500	9	3	9.31
ЮТЭйр-Финанс-560	1500	9	3	9.31
Внешэкономбанк-9	15000	7.9	10 / 5	NA / 8.06

## 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 выпуски

Ориентир . Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/оферта
04 апр 11	Волга-Спорт-1	1400	TBD	11
05 апр 11	АИЖК-18	7000	TBD	12 / 5
12 апр 11	Иркутскэнерго-160	3000	TBD	3
14 апр 11	Первобанк-260	1500	TBD	3
15 апр 11	ВЭБ-Лизинг-3	5000	TBD	10
15 апр 11	ВЭБ-Лизинг-4	5000	TBD	10

## Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/Погашение
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-160	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-160	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-160	1 500	10		
5 май 11	БИН Банк-2	1 000	10.5		
5 май 11	МКБ-5	2 000	8.5		

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.