

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- Вероятность реструктуризации госдолга Греции продолжает толкать доходности госбумаг страны к рекордам; наибольший рост – в коротких бумагах
- **Итоги торгов по еврооблигациям:** неоднозначная динамика в корпоративных бумагах; суверенные выпуски в плюсе; дорожающая нефть поддержала рублевые евробонды
- **Российский долговой рынок:** торги могут открыться ростом котировок на повышенном спросе на рискованные активы; дополнительную поддержку окажет нефть ([стр. 2-3](#))

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- Потери **ликвидности** из-за выплаты НДС не повлияли на ставки
- Ожидаем умеренного укрепления рубля в связи с конвертацией валюты под налоги и позитивным внешним фоном
- **Рублевый рынок** – возобновление покупок после двухдневного негатива, высокий спрос на **ОФЗ 26204** при опережающем росте в рублевом Russia 18, низкий объем сделок в корпоративных выпусках
- ГСС понижает ориентиры по новым выпускам рублевых облигаций; предложение по-прежнему интересно ([стр. 4-5](#))

МАКРОЭКОНОМИКА

- Замедление инфляции в апреле снижает вероятность повышения ключевых ставок Банком России ([стр. 6](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- **НЛМК:** рост долга в результате консолидации СП с Dufenco не критичен, хотя и может лишить компанию единственного рейтинга инвестиционного уровня; реакция бондов маловероятна
- **НМТП:** ухудшение показателей во 2П 2010 в связи с эмбарго на экспорт зерна несущественно ослабил кредитный профиль; рост долговой нагрузки после сделки с ПТП будет больше, чем ожидался, однако некритично для еврооблигаций
- **Кредит Европа Банк** представил крепкую отчетность за 2011 год; доходность новых выпусков считаем интересной выше середины озвученного диапазона ([стр. 7-9](#))
- S&P ожидаемо понизило рейтинг **ВымпелКома** до уровня ВВ, сохранив «негативный» прогноз. Агентство понизит рейтинг еще на одну ступень, если бридж-кредит на USD2.5 млрд., привлеченный компанией для финансирования сделки с Wind Telecom, не будет рефинансирован долгосрочными займами в течение ближайших 6 месяцев. Умеренно негативно для долговых инструментов компании

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

- **ТМК 18**, который с середины марта показывал опережающую динамику относительно **Еврраз 18**, может снизить премию к бумагам Еврара до 30 бп
- Евробонды **Номос-Банка** интересны при премии к выпускам **Альфа-Банка** на уровне 120-170 бп; мы видим потенциал сужения спредов до 70-80 бп

СЕГОДНЯ

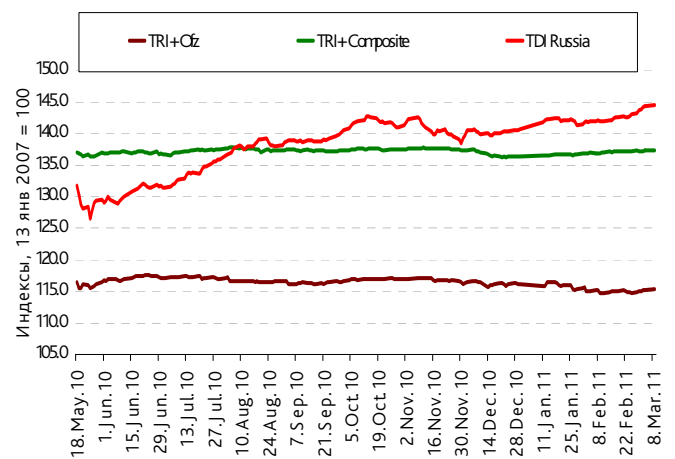
- Статистика **США:** первичные заявки на пособие по безработице, индекс опережающих показателей

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

| | Value | Δ Day | Δ Month | Δ YTD |
|------------------|------------|--------|---------|---------|
| EMBI+Rus spread | ↓ 180.00 | -8.00 | 0.00 | -19.00 |
| EMBI+ spread | ↓ 265.60 | -7.55 | -4.77 | 24.47 |
| Russia 30 Price | ↑ 116.06 | + 2/8 | -0 | + 3/8 |
| Russia 30 Spread | ↓ 133.50 | -7.80 | -1.70 | -15.00 |
| Russia 5Y CDS | ↓ 131.41 | -3.90 | -1.97 | -15.10 |
| UST 10y Yield | ↑ 3.415 | +0.03 | +0.08 | +0.08 |
| BUND 10y Yield | ↑ 3.303 | +0.03 | +0.07 | +0.38 |
| UST 10y/2y Yield | ↑ 273.4 | +2 | +5 | -0 |
| Mexico 33 Spread | ↓ 229 | -4 | -7 | -2 |
| Brazil 40 Spread | ↓ 124 | -3 | -17 | +174 |
| Turkey 34 Spread | ↓ 277 | -11 | -23 | +21 |
| ОФЗ 26199 | ↑ 5.34 | +0.09 | +0.06 | -0.90 |
| Москва 50 | ↑ 4.93 | +0.23 | -0.33 | -0.95 |
| Мособласть 8 | ↓ 6.99 | -0.00 | -0.64 | -1.53 |
| Газпром 4 | ↔ 7.90 | - | 0.00 | 0.00 |
| МТС 3 | ↓ 7.31 | -0.00 | +0.30 | -0.15 |
| Руб / \$ | ↓ 28.146 | -0.018 | -0.010 | -2.205 |
| \$ / EUR | ↑ 1.452 | +0.018 | +0.044 | +0.117 |
| Руб / EUR | ↑ 40.552 | 0.078 | 0.467 | 0.065 |
| NDF 1 год | ↑ 4.170 | +0.040 | -0.050 | -0.530 |
| RUR Overnight | ↓ 2.25 | -0.8 | -0.5 | |
| Корсчета | ↑ 677.9 | +25.90 | -87.90 | -210.40 |
| Депозиты в ЦБ | ↑ 647.7 | +10.50 | -16.10 | +78.10 |
| Сальдо опер. ЦБ | ↑ 321.00 | +22.90 | -113.40 | +384.80 |
| RTS Index | ↑ 2037.47 | +2.31% | +1.75% | +14.95% |
| Dow Jones Index | ↑ 12453.54 | +1.52% | +3.04% | +6.71% |
| Nasdaq | ↑ 2802.51 | +2.10% | +3.86% | +4.12% |
| Золото | ↑ 1507.23 | +0.75% | +4.80% | +6.53% |
| Нефть Urals | ↑ 119.47 | +2.13% | +7.62% | +29.58% |

TRUST Bond Indices

| | TR | Δ Day | Δ Month | Δ YTD |
|-----------------|----------|-------|---------|-------|
| TRIP High Grade | ↑ 254.02 | 0.07 | 2.65 | 8.45 |
| TRIP Composite | ↓ 236.15 | -0.09 | 0.38 | 1.96 |
| TRIP OFZ | ↑ 185.82 | 0.19 | 1.67 | 1.82 |
| TDI Russia | ↑ 227.88 | 0.03 | 0.97 | 5.63 |
| TDI Ukraine | ↑ 229.33 | 0.23 | 2.93 | 7.03 |
| TDI Kazakhs | ↑ 187.70 | 0.01 | 1.36 | 5.83 |
| TDI Banks | ↑ 227.25 | 0.03 | 1.27 | 6.47 |
| TDI Corp | ↓ 241.30 | -0.29 | 0.97 | 6.61 |

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices




ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Вероятность реструктуризации госдолга Греции продолжает толкать доходности госбумаг страны к рекордам; наибольший рост – в коротких бумагах

Тема вероятной реструктуризации госдолга Греции остается центральной на европейском новостном фронте. Накануне один из экономических советников германского канцлера вновь заявил, что Афинам, скорее всего, не удастся избежать реструктуризации. На этом фоне доходность десятилетних суверенных бумаг Греции выросла еще на 16 бп и с утра в четверг находится на историческом максимуме 14.90%. Всего же с начала текущей недели показатель увеличился почти на 115 бп.

Примечательна при этом динамика по госбумагам с более коротким сроком погашения. Так, доходность двухлетних бондов Греции в среду выстрелила сразу на 120 бп и достигла очередного рекорда, 22.00%, в то время как еще в понедельник она составляла 20.00%. Стоит отметить, что опережающая просадка именно по коротким бумагам наглядно отражает ожидания рынка. Так, согласно опросу Reuters, подавляющее большинство экспертов ждут реструктуризации по госдолгу Греции на горизонте именно двух лет.

В то же время власти Греции накануне вновь заявили, что вопрос реструктуризации не стоит на повестке дня и, более того, страна намерена вернуться на долговой рынок не позднее начала 2012 г. С нашей точки зрения, подобные предположения выглядят чрезмерно оптимистичными. Даже в случае успешного согласования пакета помощи Португалии летом текущего года, ситуация на долговом рынке еврозоны вряд ли кардинально улучшится, а учитывая сохраняющиеся структурные проблемы греческой экономики, ждать перемены в отношении инвесторов к Афинам также не приходится.

Итоги торгов по еврооблигациям: неоднозначная динамика в корпоративных бумагах; суверенные выпуски в плюсе; дорожающая нефть поддержала рублевые евробонды

Российский рынок еврооблигаций завершил торги среды разнонаправленной динамикой – корпоративные бумаги не показали единого тренда, в то время как по суверенным выпускам наблюдался уверенный рост котировок.

В нефтегазовом секторе третий день подряд продолжилась распродажа в длинных евробондах Газпрома – инвесторы выводят деньги из длинного риска, в результате чего котировки бумаг просели на 45–70 бп. Во втором эшелоне снижение стоимости было отмечено по долгосрочным бумагам Евраз. Так, **Evrax 18** потерял 46 бп, что, вероятно, было связано с появлением на рынке нового предложения долга от компании. Между тем в выпусках ВымпелКома наблюдалась положительная динамика – по итогам дня они прибавили около 20 бп, несмотря на снижение рейтинга эмитента. В банковском секторе спросом пользовались бумаги РСХБ, а вот длинные евробонды ВТБ, напротив, были не в фаворе у инвесторов. Новый выпуск **Alfa-Bank 21** в первый день торгов вырос в цене на 40 бп.

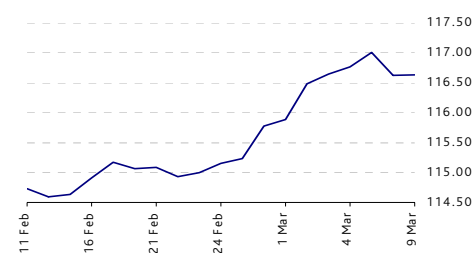
Суверенные еврооблигации в среду были на коне – выпуск **Russia 30** прибавил 30 бп и достиг 116.06% от номинала. Спред **Russia 30 - UST10** при этом сузился на 7 бп до 134 бп на фоне относительной стабильности в **UST10**.

Фаворитами торгов среды стали рублевые еврооблигации, причем как суверенные, так и корпоративные, поддержку которым оказали вновь растущие уверенными темпами цены на нефть и, как следствие, неплохие перспективы укрепления рубля. Так, евробонд **Russia 18R** вырос на 65 бп до 104.9%. Еще лучше были результаты у рублевой бумаги РСХБ – **RussAgrBank 16R** прибавил 84 бп. Рост стоимости примерно на 20 бп был отмечен также по рублевым еврооблигациям РусГидро.

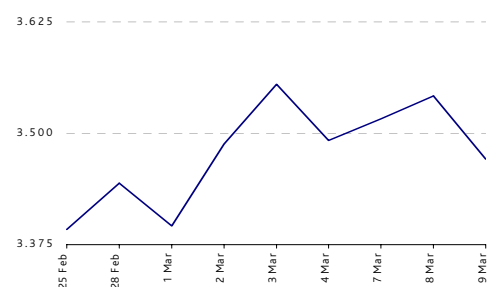
Российский долговой рынок: торги могут открыться ростом котировок на повышенном спросе на рискованные активы; дополнительную поддержку окажет нефть

Внешний фон четверга видится достаточно позитивным для российского долгового рынка, в связи с чем мы ждем роста котировок на открытии торгов. Одной из основных «опор» роста сегодня обещает стать цена на нефть. Стоимость барреля Brent с момента закрытия накануне основных торгов в России увеличилась на USD2, чему способствовали как позитивные отчеты Intel и Yahoo!, так и благоприятная для сырья макроэкономическая статистика (снижение запасов и улучшение ситуации на рынке жилья). Кроме того, в зеленой

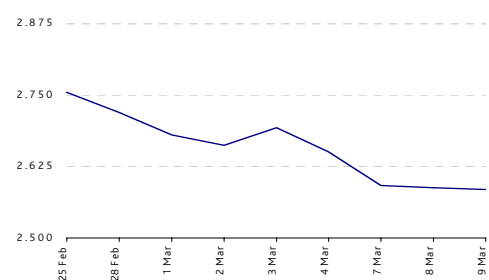
Russia 30 (Price)



US Treasuries 10 Year (YTM)



Brazil 40 (YTM)





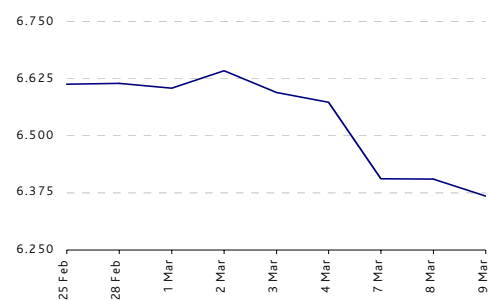
зоне торгуются как фьючерсы на американские фондовые индексы (S&P500 +0.46%), так и азиатские биржевые индикаторы.

Новостной фон из Европы, где сохраняются опасения касательно возможной реструктуризации госдолга Греции, по-прежнему игнорируется российским рынком, и мы не видим причин для смены подобной тенденции. Между тем стоит отметить общий рост интереса к рисковым активам, включая долговые бумаги EM в целом и России в частности. Основным индикатором здесь служит индекс доллара, который с утра в четверг теряет более 0.6%. Это, в свою очередь, оказывает дополнительную поддержку нефти и уже вывело золото на новый рекордный уровень – USD1,506 за унцию.

Алексей Тодоров, aleksey.todorov@trust.ru

☎ 647-23-62

Turkey 34 (YTM)





ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Потери ликвидности из-за выплаты НДС не повлияли на ставки

Завершение уплаты 1/3 НДС за 1К 2011 г. ожидаемо привело к заметному оттоку ликвидности. По состоянию на сегодняшнее утро [корсчета](#) «потеряли» RUB98.1 млрд. (до RUB579.8 млрд.), а [депозиты](#) RUB53.6 млрд. (до RUB594.1 млрд.). С учетом ОБР и за вычетом обязательств банков перед ЦБ [чистая ликвидная позиция](#) по итогам среды сократилась весьма ощутимо до RUB1.4 трлн. Из общего оттока ликвидности в среду в размере RUB152.5 млрд. большая часть приходится на отчисления по НДС, которые, вероятно, оказались несколько больше чем мы предполагали изначально – около RUB130-140 млрд., оставшаяся сумма – на расчеты по аукциону [ОФЗ 25076](#) на RUB15.6 млрд.

О том, что ситуация с ликвидностью остается благоприятной, свидетельствует то, что вопреки внушительному оттоку ликвидности наиболее чувствительные к ее изменению короткие ставки [МБК](#) в течение дня не поднимались выше уровней, зафиксированных накануне, – 3.0-3.15%, прибавив лишь к окончанию торгов 10 бп в сравнении с закрытием предшествующего дня – 2.75-3.0%.

Несмотря на то, что спрос на рублевые средства в сегменте междилерского РЕПО на 1 день был повыше, что сопровождалось подъемом торговых оборотов почти на 12%, стоимость фондирования по сравнению с предшествующим днем практически не претерпела изменений – 33.56% (-1 бп) по сделкам [под залог ОФЗ](#) и 3.46% (-1 бп) под залог облигаций [1-го эшелона](#), что говорит об отсутствии дефицита ликвидности в этом сегменте. Между тем на фоне подросшей торговой активности на FX (до USD4.3 млрд. против USD3.97 млрд. накануне) заметно дороже стоили средства по [валютным свопам](#) в секции рубль-доллар – 2.9-3.3% днем и 3.0-3.5% на закрытие.

Сегодняшний аукцион по размещению [ОБР-18](#), предполагающий отток ликвидности до RUB25 млрд., в силу небольшого объема не способен оказать какое-либо заметное воздействие на ставки. Более того, изъятие ликвидности под аукционы ОФЗ и ОБР сейчас практически полностью покрывается за счет поступающих с валютного рынка средств от интервенций Банка России, – только целевые покупки, по нашим оценкам, достигают сейчас около USD150-200 млн. в день (около RUB6 млрд.). Нарушить локальное равновесие ставок денежного рынка в ближайшие дни способен повышенный спрос на ликвидность под уплату более крупных НДС и акцизов (RUB190-195 млрд., по нашим оценкам, до 25 апреля), основная часть платежей по которому, скорее всего, придется на пятницу. В связи с этим мы не исключаем кратковременного повышения стоимости займов в конце этой-начале следующей недели, но не более чем на 0.2-0.4 п.п.

Ожидаем умеренного укрепления рубля в связи с конвертацией валюты под налоги и позитивным внешним фоном

С открытия по RUB33.72 стоимость бивалютной корзины уже в первые полчаса торгов опустилась до дневного минимума RUB33.69, не без поддержки со стороны продаж валюты экспортеров, после чего возобладали покупки импортеров, и корзина росла, преодолев локальный максимум RUB33.84 в 13:10 МСК и закрываясь по RUB33.80.

Предстоящих выплат НДС и акцизов (по нашим оценкам, RUB190-195 млрд., до 25 апреля) и сопряженных с ними продаж валюты экспортерами вполне достаточно, чтобы склонить равновесие валютного рынка в сторону предложения валюты с последующим умеренным укреплением рубля по корзине, не более чем до RUB33.5. Впрочем, фактор налогов, по нашему мнению, будет актуален лишь до понедельника (28 апреля компании завершают выплату налога на прибыль), поскольку основная масса налоговых платежей обычно производится заблаговременно. Далее динамика российской валюты будет целиком определяться внешним фоном и интенсивностью оттока валюты по счету капитала.

Между тем, сегодня поддержку рублю окажет рост аппетита к риску на фоне приподнявшихся цен на нефть и в целом благоприятная конъюнктура внешних рынков.

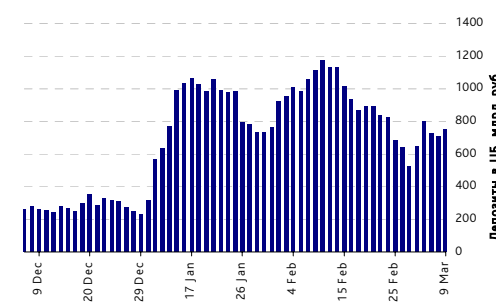
Рублевый рынок – возобновление покупок после двухдневного негатива, высокий спрос на ОФЗ 26204 при опережающем росте в рублевом Russia 18, низкий объем сделок в корпоративных выпусках

На рублевом рынке в среду после двухдневного негатива накануне покупки возобновились. В сегменте ОФЗ основные покупки пришлись на среднюю часть

Ставка overnight (максимум, bid)



Депозиты в ЦБ РФ





суверенной кривой (индекс TRI OFZ Middle +11 бп). В ликвидных выпусках основной вклад в снижение данного участка кривой внес выпуск **ОФЗ 26204** (+31 бп, УТМ 7.72%). При этом с учетом сильного роста в рублевом **Russia 18** (+65 бп, УТМ 6.94%) продолжение активных покупок в **ОФЗ 26204** можно ждать и сегодня.

В ближнем конце суверенной кривой вчерашний аукцион **ОФЗ 25076**, видимо, стал поводом и для покупок в близком по дюрации **ОФЗ 25068** (+10 бп). Объем торгов в последнем вчера превысил RUB2.5 млрд, при средненедельном обороте за предшествующий месяц в RUB0.91 млрд. На аукционе **ОФЗ 25076** из предложенных RUB20 млрд, предьявленный спрос составил RUB18.2 млрд, а объем размещения – RUB15.6 млрд. Цена отсечения заявок соответствовала верхней границе ориентира доходности Минфина (6.45%), доходность размещения составила 6.44%. На вторичке торги по бумаге на этом уровне и закрылись (+3 бп по цене). В сегменте госбумаг на первичке сегодня появятся **ОБР-18** в объеме RUB25 млрд.

В корпоративном секторе оборот в среду был невысоким – по наиболее торгуемым выпускам объем сделок не превышал RUB0.8 млрд. В первом эшелоне повышенная торговая активность второй день присутствует в **ЕАБР-4** (+2 бп), из традиционно популярных имен достаточно ликвидный рынок присутствовал в **Газпром нефть-3** (+1 бп).

Гораздо бодрее себя чувствовал второй эшелон – здесь покупались **МТС-5** (+8 бп) и **АФК Система-2** (+47 бп). Продажи при небольшом числе сделок присутствовали в средних выпусках Евразхолдинга – **Евразхолдинг-2** (-41 бп) и **Евразхолдинг-4** (-14 бп), с покупками в коротком **Евразхолдинг-3** (+101 бп). Видимо, такая динамика связана с выходом на торги длинного евробонда **Evraz 18** (дюрация 5.68 лет).

ГСС (Fitch: BB) понизил ориентиры по новым выпускам рублевых облигаций; предложение по-прежнему интересно

Как мы и ожидали, вчера ГСС понизил ориентир по доходности по новым рублевым облигациям. По выпуску с годовой офертой ориентир по купону теперь составляет 7.50-8.10% годовых (доходность 7.64-8.26%), по выпуску с 2-летней офертой – 8.50-9.00% годовых (доходность 8.68-9.20%).

Нижние границы новых диапазонов предлагают премию к кривой ОФЗ в размере около 290-300 бп, тогда как бумаги сопоставимого по кредитному качеству и рейтингам Иркутта предлагают на 100 бп меньшую премию к этой же кривой.

На наш взгляд, предлагаемые ориентиры выглядят справедливо для нижней границы диапазонов. Мы ожидаем, что ГСС разместит оба выпуска именно вблизи них.

Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru

☎ 647-25-89

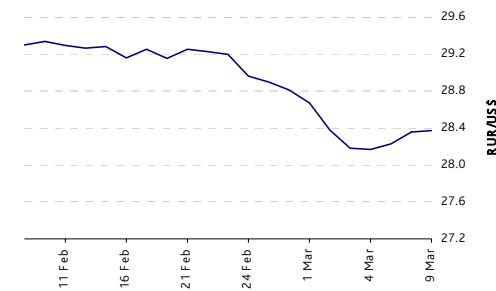
Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru

☎ 789-35-94

Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 647-23-64

Курс рубль/доллар



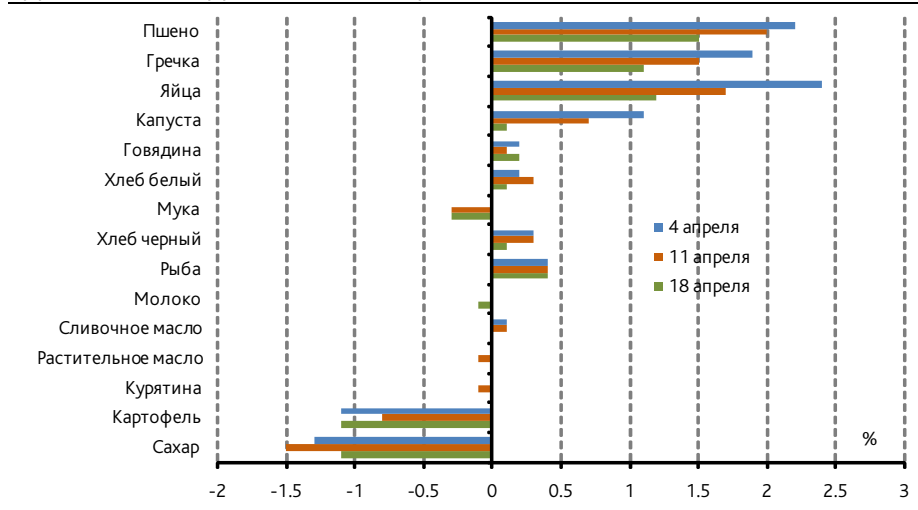


МАКРОЭКОНОМИКА

Замедление инфляции в апреле снижает вероятность подъема ключевых ставок Банком России

Согласно опубликованным вчера данным ФСГС, инфляция с 12 по 18 апреля 2011 г. пятую неделю подряд остается на уровне 0.1%. Накопленный показатель с начала года достиг 4.1% против 3.4% за аналогичный период 2010 г.

ДИАГРАММА. НЕДЕЛЬНАЯ ИНФЛЯЦИЯ В АПРЕЛЕ 2011 Г.



Источник: ФСГС, НБ «Траст»

КОММЕНТАРИЙ

Сокращение темпов инфляции полностью совпадает с нашими ожиданиями. Основную роль в ее замедлении по-прежнему играет снижение продовольственной инфляции. Замедление роста цен на ключевые продукты (крупы, хлеб, муку, мясо, молоко и молочные продукты) прежде всего «обязано» отложенному положительному эффекту от укрепления рубля, а также проводимым с февраля зерновым интервенциям и снижению/отмене импортных пошлин, на фоне которых плодоовощная продукция дешевеет все быстрее (-0.4% против -0.1% неделей ранее).

Между тем основными источниками ценового давления в ближайшее время станет новый виток роста цен на топливо (бензин и дизтопливо после долгого перерыва на минувшей неделе дорожали быстрее, +0.3% и +0.1%) и набирающее обороты удорожание непродовольственных товаров, не без участия импортируемой инфляции.

Текущие темпы роста цен предполагают, что в апреле инфляция будет близкой к 0.5%, что будет означать ее замедление по сравнению с мартом, когда она достигала 0.6%, - а это, вкуче с наблюдаемым замедлением роста денежного предложения (до 25.4% г/г в марте, против 27.5% г/г на конец 2010 г.), возможный аргумент для Банка России против повышения ставок на предстоящем в конце апреля заседании совета директоров.

В то же время мы сохраняем наш базовый прогноз, предполагающий повышение всех ставок на 50 базисных пунктов, а резервных требований на 100-200 базисных пунктов во 2К 2011 г. (подробнее см. [Навигатор долгового рынка от 20.04.11](#) и [«СТРАТЕГИЯ-2011. В надежде на устойчивость»](#)).

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



ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

МЕТАЛЛУРГИЯ

НЛМК (Ba1/BBB-/BB+): рост долга в результате консолидации СП с Dufenco не критичен, хотя и может лишить компанию единственного рейтинга инвестиционного уровня; реакция бондов маловероятна

Сегодня было подписано соглашение между НЛМК и бельгийской Dufenco о разделе активов в их совместном предприятии Steel Invest&Finance (SIF). НЛМК, по данным источников, отойдут металлопрокатные и металлосервисные предприятия SIF. Цена сделки – USD600 млн. По сообщениям источников, НЛМК придется консолидировать около USD1 млрд. дополнительного долга СП.

СП создано в 2006 году, НЛМК тогда заплатил около USD800 млн., а в конце 2010 года вступил в силу двусторонний опцион на продажу со стороны Dufenco и, соответственно, покупку со стороны НЛМК контроля в компании, который, по всей видимости, и реализуется теперь. По итогам 2008-2010 гг. предприятие было убыточным, в совокупности принесло НЛМК убыток в USD570 млн. за последние три года.

КОММЕНТАРИЙ

На наш взгляд, консолидация убыточного предприятия не пойдет на пользу кредитному качеству НЛМК, однако не станет критичным для комбината. Для адекватной оценки нам хотелось бы увидеть отчетность SIF или хотя бы отчетность НЛМК уже после консолидации компании, однако вполне вероятно, что на уровне денежных потоков предприятия также убыточны.

Консолидация дополнительного USD1 млрд. долга также неблагоприятна для новоліпецкого комбината, однако, по нашим оценкам, увеличит «Чистый долг/ЕБИТДА» лишь до 1.6x (даже если сделка будет полностью оплачена денежными средствами). Для сравнения: сейчас этот показатель составляет 0.8x. Несмотря на то, что левверидж останется невысоким, в декабре S&P заявляло о том, что может пересмотреть единственный рейтинг инвестиционного уровня НЛМК в зависимости от условий сделки. Мы считаем, что это будет иметь ограниченное влияние на долговой рынок: рублевые облигации сильных эмитентов мало реагируют на рейтинговые действия, а евробондов у комбината нет.

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

ТРАНСПОРТ

НМТП (Ba1/BB-/NR): ухудшение показателей во 2П 2010 в связи с эмбарго на экспорт зерна несущественно ослабил кредитный профиль; рост долговой нагрузки после сделки с ПТП будет больше, чем ожидался, однако не критично для еврооблигаций

КОММЕНТАРИЙ

Вчера НМТП предоставил отчетность по МСФО за 2010 год, а также поделился планами на текущий. Пожалуй, вряд ли объявленные цифры имеют существенное влияние на кредитный профиль порта: изменения в 4К 2010 не столь велики по сравнению с предыдущим кварталом. Гораздо важнее влияние сделки по покупке Приморского Торгового Порта (ПТП), которое уже вынудило привлечь около USD2 млрд. долга, а также вызвало снижение рейтинга от S&P на две ступени. Рост долговой нагрузки будет существенным, однако посильным для объединенной компании.

Финансовые показатели деятельности НМТП несколько сократились в 2010 году по сравнению с 2009, однако в целом можно говорить об их стабильности (см. таблицу). Логичное объяснение этому – ввод эмбарго на экспорт зерна из страны в августе 2010 года. На поквартальных показателях четко видно то, что ухудшение началось в 3К 2010, притом что именно перевалка зерна была наиболее привлекательным для компании видом деятельности. Несмотря на это, рентабельность бизнеса все еще остается на исключительно высоком уровне: даже в наихудшем для 2010 года 4 квартале маржа по ЕБИТДА составила 57%. В 2011 г. НМТП планирует сохранить грузооборот на уровне прошлого года (с учетом показателей ПТП).

Влияние сделки с ПТП пока сложно оценить однозначно в кредитном плане: первая отчетность с учетом приобретения появится лишь по итогам 1К 2011,



однако компания раскрыла основные статьи баланса ПТП. Для нас стало удивительным то, что чистый долг ПТП, по этим данным, составил USD340 млн., при этом, согласно консолидированной отчетности по итогам 1П 2010, которую Приморский порт раскрывал ранее, чистый долг был отрицательным.

В результате, по нашим оценкам, совокупный долг объединенной компании вырастет до USD2.6 млрд. При этом к EBITDA самого НМТП в USD405 млн. должно добавиться около USD130-150 млн. ПТП. По нашим оценкам, это приведет к росту показателя «Долг/EBITDA» до 4.7-4.9х, а «Чистый долг/EBITDA» - до 4.1-4.2х. Таким образом, даже сохранение рейтинга от S&P в категории «double-B» после пересмотра выглядит довольно высоко: даже при более низкой долговой нагрузке рейтинг X5, например, был снижен до «B1».

Впрочем, мы по-прежнему видим способность порта генерировать денежные потоки как довольно высокую и считаем, что менеджменту удастся в течение ближайших 3 лет выполнить озвученную вчера задачу сокращения левериджа до приемлемых значений. Крепкая позиция ликвидности, а также отсутствие крупных погашений до следующего года не вызывают у нас сомнений в способности порта расплатиться по облигациям без проблем.

Евробонд **NCSP 12** продолжает торговаться выше 103.0% от номинала и вряд ли будет демонстрировать динамику, отличную от рыночной уже до самого погашения в мае 2012.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ НМТП

| МСФО, USD млн. | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--|-------|-------|-------|-------|
| Выручка | 483 | 654 | 675 | 635 |
| EBITDA | 191 | 367 | 451 | 405 |
| Чистая прибыль | 96 | 94 | 252 | 258 |
| Чистый операционный денежный поток | 138 | 276 | 346 | 310 |
| Капитальные вложения и M&A | 126 | 160 | 67 | 98 |
| Чистые приобретения ценных бумаг | -17 | 89 | 88 | -107 |
| Свободный денежный поток | 44 | 187 | 280 | 227 |
| Совокупный долг в т.ч. | 538 | 505 | 455 | 321 |
| Краткосрочный долг | 30 | 42 | 130 | 16 |
| Денежные средства и эквиваленты | 67 | 43 | 159 | 265 |
| Ценные бумаги и прочие финансовые активы | 4 | 86 | 169 | 47 |
| Активы | 1,436 | 1,206 | 1,362 | 1,383 |
| Показатели | | | | |
| EBITDA margin | 39.5% | 56.1% | 66.9% | 63.7% |
| EBITDA/проценты (x) | 5.2 | 9.2 | 13.6 | 15.5 |
| Долг/EBITDA (x) | 2.8 | 1.4 | 1.0 | 0.8 |
| Чистый долг/EBITDA (x) | 2.5 | 1.3 | 0.7 | 0.1 |
| Долг/Собственный капитал (x) | 0.7 | 0.8 | 0.6 | 0.3 |

Источник: данные компании, НБ «Траст»

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

БАНКИ И ФИНАНСЫ

Кредит Европа Банк (Ba3/NR/BB-) представил крепкую отчетность за 2011 год; доходность новых выпусков считаем интересной выше середины озвученного диапазона

На этой неделе Кредит Европа Банк провел встречу с инвесторами, посвященную итогам банка за 2010 год по МСФО и планируемому выпуску рублевых облигаций. Финансовые результаты минувшего года мы считаем успешными: банку удалось достичь позитивной динамики основных финансовых показателей при сохранении высокого уровня достаточности капитала и комфортной позиции ликвидности.

В 2010 году банк достиг исторически максимальных показателей прибыльности (ROAE 19.2% и ROAA 3.4%). При этом 2П 2010 было менее успешным: несмотря на поддержание роста чистых процентных поступлений (+5.9% п/к/п) на фоне активного увеличения кредитного портфеля (+20.4% до RUB62.8 млрд.), сохранилось давление на чистую процентную маржу (по нашим оценкам, -0.6 п.п. п/к/п). Впрочем, менеджмент банка не ожидает увидеть существенного падения показателей в 2011 году, полагая, что основное влияние снижения ставок уже отражено в показателях.



ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ КРЕДИТ ЕВРОПА БАНКА

| МСФО, RUB млрд. | 2008 | 2009 | 1П 10 | 2010 |
|--|-------|-------|-------|-------|
| Чистые процентные доходы | 6.4 | 5.8 | 2.8 | 5.8 |
| Чистые комиссионные доходы | 1.1 | 1.2 | 0.5 | 1.3 |
| Операционные доходы до резервов | 8.0 | 8.3 | 4.0 | 7.7 |
| Операционные расходы | -3.7 | -3.3 | -1.7 | -3.7 |
| Отчисления в резервы | -3.1 | -3.1 | -0.5 | -0.7 |
| Чистая прибыль | 1.5 | 1.5 | 1.4 | 2.6 |
| Денежные средства | 9.2 | 12.8 | 11.7 | 12.7 |
| Ценные бумаги | 3.3 | 2.9 | 1.0 | 8.4 |
| Кредитный портфель, гросс | 56.7 | 51.7 | 52.2 | 62.8 |
| Резервы | -3.1 | -3.8 | -2.6 | -2.3 |
| Кредитный портфель, нетто | 53.6 | 47.9 | 49.5 | 60.5 |
| Средства кредитных организаций | 21.2 | 10.6 | 6.3 | 16.0 |
| Задолженность перед ЦБ | 13.4 | 4.2 | 0.0 | 0.0 |
| Средства клиентов | 8.8 | 21.8 | 23.1 | 31.6 |
| Долговые ценные бумаги размещенные | 11.5 | 19.3 | 18.2 | 17.8 |
| Собственный капитал | 11.5 | 12.6 | 13.4 | 14.6 |
| Активы | 67.4 | 69.4 | 66.3 | 84.9 |
| Показатели | | | | |
| Доходность собственного капитала (ROAE) | 16.3% | 12.7% | 22.2% | 19.2% |
| Доходность активов (ROAA) | 2.6% | 2.2% | 4.3% | 3.4% |
| Расходы/доходы | 46.0% | 40.0% | 43.4% | 48.6% |
| Чистая процентная маржа (NIM) | 11.6% | 9.3% | 8.8% | 7.8% |
| NPLs/кредиты | 4.5% | 7.0% | 3.8% | 3.2% |
| Резервы/кредиты | 5.5% | 7.3% | 5.0% | 3.7% |
| Резервы/NPLs, (x) | 1.2 | 1.0 | 1.3 | 1.1 |
| Достаточность капитала 1 уровня (Tier 1) | 17.8% | 19.7% | н.д. | 19.6% |
| Достаточность капитала (TCAR) | 18.6% | 19.8% | н.д. | 19.6% |
| Стоимость риска | 6.0% | 5.7% | 1.9% | 1.3% |

Источник: данные банка, НБ «Траст»

В 2010 году **качество кредитного портфеля** существенно улучшилось: доля NPLs сократилась более чем вдвое до 3.2% от всех кредитов. Снижение доли проблемных кредитов объясняется активными списаниями, а также гибкой системой мониторинга качества кредитов внутри банка. К тому же банк продемонстрировал значительное увеличение кредитного портфеля (+21.5% за год), и менеджмент ожидает опережающего рынок роста объема кредитования и в 2011 году при сохранении консервативного подхода. Напомним, что около половины всех кредитов приходится на крупные предприятия, а основная доля розничных займов представлена менее рискованными автокредитами.

В 2010 году банк улучшил структуру фондирования: на протяжении года также наблюдался активный приток **клиентских средств** в фондирование (+44.7% до RUB31.6 млрд.). При этом отметим, что банк в меньшей степени ориентируется на средства розничных клиентов (RUB7.5 млрд. на 01.01.11), считая их более волатильными. К тому же в начале 2011 года были размещены рублевые облигации на RUB4 млрд. Примечательно, что снизилась доля средств связанных сторон в пассивах на 8 п.п. за год до 32%.

Напомним, что на данный момент банк проводит маркетинг нового выпуска рублевых облигаций серии БО-1 на сумму RUB5 млрд. Книга заявок будет открыта до 25 апреля 2011. Ориентир по купону составляет 8.00-8.50%, что предполагает доходность YTM 8.16-8.68%. По всей видимости, банк планирует рефинансировать 2-ю серию облигаций, которая погашается в июне текущего года.

Мы видим справедливое значение премии к выпуску **ОТП-Банк** (YTM 8.15% к погашению через 3 года) на уровне 30-40 бп. Поэтому интерес для инвесторов, на наш взгляд, представляет купон выше середины озвученного диапазона.

Относительно ликвидный выпуск **Кредит Европа Банк-6** торгуется с доходностью YTP 7.57% к оферте в августе 2012 г., что мы считаем справедливым при текущих рыночных условиях. Еврооблигации банка не являются высоколиквидным инструментом, поэтому интереса не представляют.

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



Последние размещения

| Выпуск | Объем, млн. | Купон, % | Лет до погашения/оферта | YTM / YTP, % |
|------------------------|-------------|----------|-------------------------|--------------|
| Куйбышеввазот-Инвест-4 | 2000 | 8.6 | 5 / 3 | NA / 8.79 |
| ВЭБ-Лизинг-3 | 5000 | 7.5 | 10 / 3 | NA / 7.64 |
| ВЭБ-Лизинг-4 | 5000 | 8.6 | 10 / 5 | NA / 8.79 |
| ВЭБ-Лизинг-5 | 5000 | 8.6 | 10 / 5 | NA / 8.79 |
| НФК Банк-16о | 2000 | 10 | 3 / 1 | NA / 10.25 |
| МосковКредБанк-46о | 4000 | 8 | 3 / 1 | NA / 8.16 |
| РУСАЛ Братск-8 | 15000 | 8.5 | 10 / 4 | NA / 8.68 |
| АИЖК-19 | 6000 | 7.7 | 14 / 4 | NA / 7.93 |
| Ярославская Обл-34010 | 3000 | 8 | 3 | 8 |
| Крайинвестбанк-16о | 1500 | 9.25 | 3 / 1 | NA / 9.46 |

Налоговые выплаты

| Дата | Налог |
|-----------|------------------|
| 25 апреля | НДПИ и акцизы |
| 28 апреля | Налог на прибыль |

Ближайшие выпуски

| Ориентир. Дата | Выпуск | Объем, млн. | Купон | Лет до погашения/оферта |
|----------------|-----------------|-------------|-------|-------------------------|
| 21 апр 11 | Татфондбанк-26о | 2000 | TBD | 3 / 1 |
| 22 апр 11 | Оборонпром-1 | 21091 | TBD | 9 |
| 25 апр 11 | РусГидро-1 | 10000 | TBD | 10 |
| 25 апр 11 | РусГидро-2 | 10000 | TBD | 10 |
| 26 апр 11 | Комос Групп-16о | 1500 | TBD | 3 |
| 26 апр 11 | ХКФБанк-16о | 3000 | TBD | 3 / 1 |

Ближайшие оферты

| Дата | Выпуск | Объем, RUB млн. | Текущий купон | Новый купон | След. оферта/Погашение |
|-----------|--------------------|-----------------|---------------|-------------|------------------------|
| 22 апр 11 | Минплита Финанс | 500 | 20 | | 22 апр 11 |
| 22 апр 11 | Объед. Кондитеры-2 | 3 000 | 15 | 10.5 | 18 апр 12 |
| 25 апр 11 | Газпром нефть-4 | 10 000 | 16.7 | 8.2 | 10 апр 18 |
| 25 апр 11 | Мой Банк-5 | 5 000 | 12.96 | 10 | 19 апр 12 |
| 25 апр 11 | МосСельПром-2 | 1 500 | 14 | 12.25 | 12 апр 12 |
| 26 апр 11 | Каспийская энергия | 1 000 | 15.8 | 12.5 | 24 апр 12 |
| 26 апр 11 | ПромТрактор-3 | 5 000 | 18 | 18 | 1 авг 11 |
| 26 апр 11 | ЧТПЗ-3 | 8 000 | 8 | 8 | 24 апр 12 |
| 27 апр 11 | Разгуляй Фин.-5 | 2 000 | 0 | 0 | 17 июл 11 |
| 29 апр 11 | Первобанк-16о | 1 500 | 10 | 8.1 | 25 апр 12 |
| 5 май 11 | БИН Банк-2 | 1 000 | 10.5 | 8.85 | 28 окт 11 |
| 5 май 11 | МКБ-5 | 2 000 | 8.5 | 7.4 | 25 апр 12 |
| 16 май 11 | РосБанк -5 | 5 000 | 12 | 7.4 | 7 ноя 14 |
| 16 май 11 | РосБанк-3 | 5 000 | 12 | 6.9 | 6 ноя 13 |
| 18 май 11 | РЖД-09 | 15 000 | 0.1 | | |
| 19 май 11 | МТС-4 | 15 000 | 16.75 | | |
| 20 май 11 | Авангард Банк-3 | 1 500 | 9.25 | | |
| 20 май 11 | Белон-2 | 2 000 | 17 | 17 | 25 авг 11 |

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

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.