

**ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ**

- День в истории: выступление **Б. Бернанке** – буря радости для рынков и больше определенности в части политики регулятора
- **Итоги торгов по еврооблигациям:** небольшой рост в корпоративных бумагах; рублевый евробонд РФ поставил новый рекорд стоимости
- **Российский долговой рынок:** заявления Бернанке и дорожающая на них нефть обеспечат рост котировок
- **Казкоммерцбанк** планирует выпустить еврооблигации; рыночная конъюнктура благоприятна для размещения; советуем к покупке субординированные выпуски банка ([стр. 2-3](#))
- **Украина** решит вопрос о целесообразности выпуска рублевых облигаций не раньше осени; страна может стать вторым иностранным суверенным заемщиком на российском рынке после Беларуси

**ВНУТРЕННИЙ РЫНОК**

- **Ликвидность** существенно не меняется, **налоговый фактор** продолжает «подогревать» ставки money market
- **Рубль** укрепляется – по-прежнему на налоговых выплатах и внешнем оптимизме
- Аукцион **ОФЗ 26204** побудил участников к покупкам в средней части рублевой суверенной кривой
- **ВымпелКом** может разместить рублевые облигации, что позитивно скажется на котировках евробондов компании
- **УБРиР** установил купон на уровне 9.50%; не видим потенциала для роста котировок бумаг ([стр. 4-5](#))

**ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ**

- **ВТБ** представил ожидаемо крепкую отчетность за 2010 год по МСФО; не ждем реакции в бумагах банка, рыночную оценку которых считаем справедливой
- **ТНК-ВР:** показатели за 1К 2011 бьют рекорды, давление со стороны регуляторов не критично; новостей по поводу акционерного конфликта пока нет, на этом фоне бумаги стабильно выше справедливых значений
- **РусГидро** опубликовала нейтральную отчетность по МСФО за 2010 г.; ожидаем повышения кредитного рейтинга до инвестиционной категории; рублевый евробонд РусГидро остается одним из наших фаворитов
- **Акрон** опубликовал хорошую отчетность по МСФО за 2010 г.; акцент на планах по капитальным затратам; рублевые облигации переоценены ([стр. 6-10](#))

**ТОРГОВЫЕ ИДЕИ**

- Успешное размещение локальных облигаций **РусГидро** должно вызвать повышенный спрос на ее рублевый евробонд, доходность которого должна быть как минимум на 50 бп меньше, чем доходность локальных бумаг

**СЕГОДНЯ**

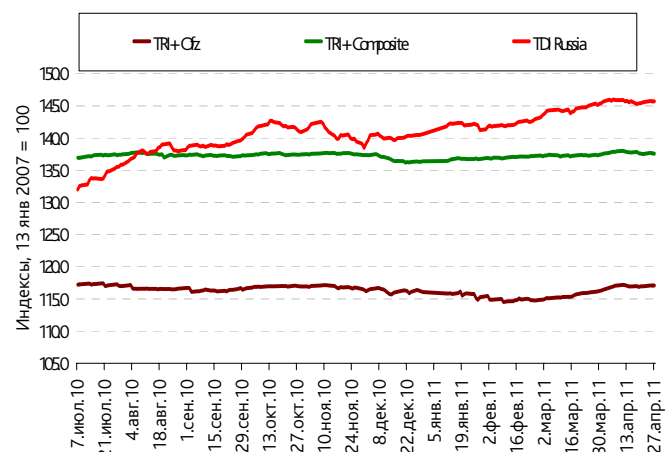
- Статистика **США:** ВВП за 1К (предварительные данные), первичные заявки на пособие по безработице, незавершенные продажи жилья
- Размещение: **ОБР-18**

**КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ**

	Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↓ 180.00	-7.00	12.00	-19.00
EMBI+ spread	↓ 267.86	-4.71	8.00	26.73
Russia 30 Price	↔ 116.25	-	- 2/8	+ 5/8
Russia 30 Spread	↓ 137.60	-1.60	+11.00	-10.90
Russia 5Y CDS	↓ 128.30	-1.92	-0.19	-18.20
UST 10y Yield	↑ 3.34	+0.01	-0.10	+0.01
BUND 10y Yield	↑ 3.326	+0.08	-0.01	+0.40
UST 10y/2y Yield	↑ 270.3	+3	+6	-3
Mexico 33 Spread	↑ 235	+3	+6	+3
Brazil 40 Spread	↑ 127	+2	-8	+178
Turkey 34 Spread	↓ 277	-7	-16	+20
ОФЗ 26199	↓ 5.20	-0.01	+0.05	-1.04
Москва 50	↓ 4.94	-0.01	-0.12	-0.95
Мособласть 8	↓ 6.96	-0.22	-0.53	-1.56
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	0.00
MTC 3	↓ 7.25	-0.00	+0.25	-0.21
Руб / \$	↓ 27.714	-0.278	-0.629	-2.636
\$ / EUR	↑ 1.478	+0.013	+0.065	+0.143
Руб / EUR	↓ 40.668	-0.125	0.636	0.181
NDF 1 год	↓ 4.100	-0.020	-0.060	-0.600
RUR Overnight	↑ 3.40	+0.1	+0.3	
Корпчета	↑ 588.5	+75.10	+15.10	-299.80
Депозиты в ЦБ	↓ 474.9	-26.30	-97.80	-94.70
Сальдо опер. ЦБ	↓ 211.10	-13.10	-153.80	+274.90
RTS Index	↓ 2036.17	-0.21%	-0.40%	+14.87%
Dow Jones Index	↑ 12690.96	+0.76%	+2.76%	+8.74%
Nasdaq	↑ 2869.88	+0.78%	+3.35%	+6.63%
Золото	↑ 1528.13	+1.35%	+7.28%	+8.01%
Нефть Urals	↑ 122.11	+1.56%	+10.05%	+32.44%

**TRUST Bond Indices**

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↓ 254.39	-0.01	2.31	8.81
TRIP Composite	↓ 236.15	-0.04	0.31	1.96
TRIP OFZ	↑ 186.02	0.02	1.35	2.01
TDI Russia	↑ 228.36	0.02	0.61	6.12
TDI Ukraine	↑ 230.41	0.18	3.14	8.11
TDI Kazakhs	↑ 188.33	0.30	1.57	6.45
TDI Banks	↑ 227.78	0.03	0.88	7.00
TDI Corp	↓ 241.69	-0.04	0.45	7.00

**TRUST Dollar and Ruble Bond Indices**




## ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

### День в истории: выступление Б. Бернанке – буря радости для рынков и больше определенности в части политики регулятора

Вчерашний день по праву можно назвать «днем в истории». Благодаря пресс-конференции главы ФРС, уставшие от сухости официальных пресс-релизов по итогам заседаний последних лет рынки буквально почувствовали отеческую заботу взиравшего с экранов терминалов Б. Бернанке, тщательно рассказывавшего о состоянии экономики и монетарной политики. Ну а сопровождавшее это действие движение рыночных котировок только усиливало для нас эту бурю эмоций. Достаточно хотя бы того, что американский индекс акций NASDAQ Composite – один из основных биржевых индикаторов США и напоминание о «кризисе высокотехнологичных компаний» (или «обвал марта 2000 года») – по итогам вчерашних торгов «отрисовал» максимум с ноября 2000 года (!).

Но... ближе к делу. В предшествующие недели мы не присоединились к ряду скептиков, допускавших возможность досрочного завершения QE2 вследствие ускорения инфляции в американской экономике – обнародованный в 20:30 МСК [пресс-релиз](#) по итогам заседания Комитета по операциям на открытом рынке подтвердил, что второй этап смягчения будет реализован в полном объеме (т.е. ФРС выкупит все запланированные USD600 млрд. казначейских облигаций). Собственно, решение можно считать окончательным – следующее заседание регулятора пройдет только в конце июня, когда программа QE2 по графику уже должна быть выполнена. Соответственно, времени для пересмотра данного решения уже не предполагается.

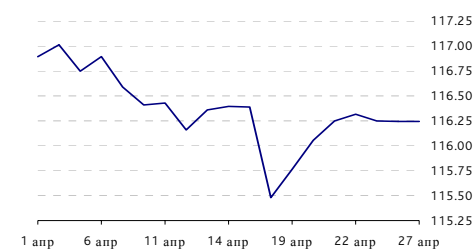
Достаточно много Б. Бернанке говорил об экономике. Ровно с началом конференции (22:15 МСК) на сайте ФРС были опубликованы [пересмотренные оценки](#) ключевых экономических показателей. В частности, теперь ФРС в 2011 году ждет рост экономики в терминах реального ВВП на уровне 3.1-3.3% (прошлый прогноз, обнародованный в протоколе заседания по итогам 25-26 января, предполагал 3.4-3.9%), уровень безработицы – в диапазоне 8.4-8.7% (при январском прогнозе в 8.8-9.0%). При этом регулятор повысил прогнозы по инфляции – напомним, что в этом вопросе ФРС оперирует ценовым индексом потребительских расходов (PCE inflation – price index for personal consumption expenditures). Отныне общую инфляцию в 2011 году ФРС ждет в диапазоне 2.1-2.8% (при январском прогнозе в 1.3-1.7%), базовую – на уровне 1.3-1.6% (прошлые ожидания составляли 1.0-1.3%).

Говоря о проблемах экономики, глава ФРС упомянул об «ужасной комбинации проблем» – в виде по-прежнему высокой безработицы, повышенных цен на энергоносители и высокого уровня взысканий (просрочки) по кредитам. При этом в части оценки ситуации с занятостью ФРС стал более оптимистичен – проблема безработицы вновь не была упомянута в пресс-релизе, к тому же ФРС снизил прогноз безработицы на 2011 год. Рост цен на энергоносители и их вклад в ускорение инфляции в экономике США регулятор по-прежнему не считает долгосрочным фактором. В целом же по экономике – регулятор не ждет ускорения экономического роста (что, в общем, подтверждается пересмотренным прогнозом).

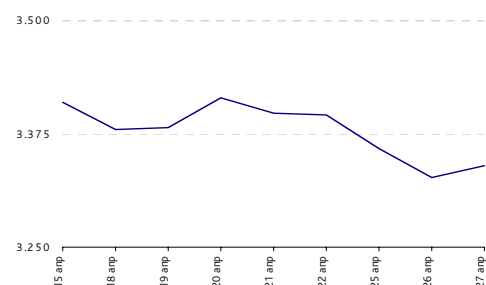
А как же с продолжением стимулирования? – Все как обычно: «суждение о необходимости дальнейших стимулов будет зависеть от ситуации в экономике». С одним важным (на наш взгляд) дополнением в данном аспекте – глава ФРС, отвечая на этот вопрос, упомянул о том, что в соответствии со своим мандатом ФРС должна думать и об инфляции. Лично для нас повод задуматься – после QE2 ФРС не даст новых стимулов из-за опасений разгона инфляции? В этой связи весьма интересен ответ на вопрос о реинвестировании агентских бумаг в ФРС – Б. Бернанке отметил, что, «вероятно, первым шагом exit strategy станет прекращение реинвестирования поступлений от погашения агентских бумаг, находящихся на балансе ФРС, в UST». Как мы понимаем, тем самым ФРС приостановит расширение баланса. Однако в части периода начала реализации exit strategy – по-прежнему полная неопределенность. Таким образом, относительно QE3 либо его отсутствия рынки останутся в «подвешенном состоянии», видимо, вплоть до июньского заседания.

В части динамики UST во вчерашнем обзоре мы ставили на рост от 3.31% в терминах доходности **UST10** до 3.40-3.45%. Продажи в UST имели место, и занятие короткой позиции выглядело совершенно оправданным. Однако они были не столь сильными, как мы ожидали – вменяемый максимум по доходности был на уровне 3.372% (отдельные сделки были и выше 3.38%), достигался он за полчаса до обнародования пресс-релиза и ближе к окончанию пресс-

Russia 30 (Price)



US Treasuries 10 Year (YTM)





конференции Б. Бернанке (около 23.30 МСК). Сейчас **UST10** торгуется в пределах 3.35% по доходности. Думаем, что на факторе отыгранности ожиданий от ФРС и предстоящем сегодня аукционе **UST7** (предложение – USD29 млрд.) продажи в средних и длинных казначейских облигациях США продолжатся.

### Итоги торгов по еврооблигациям: небольшой рост в корпоративных бумагах; рублевый евробонд РФ поставил новый рекорд стоимости

Как мы и предполагали, российские корпоративные и суверенные евробонды в среду продемонстрировали в целом небольшой рост котировок на фоне низкой активности.

Так, в нефтегазовом секторе небольшим спросом пользовались выпуски Лукойла, Новатэка и ТНК-ВР, в то время как длинные евробонды Газпрома подешевели на 30-60 бп. Во втором эшелоне мы наблюдали сделки по бумагам Северстали, МТС и Совкомфлота (рост стоимости составил соответственно 30, 40 и 20 бп). Затишье, наблюдавшееся в банковском сегменте в среду, распространилось и на четверг.

В суверенных бумагах наибольший рост стоимости был отмечен по рублевому евробонду РФ. **Russia 18R** поднялся в цене почти на 70 бп и достиг очередного исторического максимума в 106.5% от номинала на фоне растущих цен на нефть и, как следствие, перспектив укрепления рубля. Тем временем евробонд **Russia 30** завершил день на уровне 116.25% от номинала, без изменений относительно среды. Спред **Russia 30-UST10** также остался неизменным – на уровне 140 бп.

### Российский долговой рынок: заявления Бернанке и дорожающая на них нефть обеспечат рост котировок

Решения ФРС и заявления Б. Бернанке станут главными драйверами роста на российском долговом рынке в четверг. Перспективы сохранения мягкой кредитно-денежной политики и временный, по мнению регулятора, характер инфляции наверняка вдохновят инвесторов на новые покупки рискованных активов.

Глобальные рынки уже отреагировали ростом на новости из Вашингтона. Фьючерсы на американские фондовые индексы уверенно растут (S&P500 +0.28%), азиатские площадки также демонстрируют положительную динамику. На слова Бернанке отреагировала и нефть, подорожавшая с момента закрытия основных торгов в России в среду на USD1 – до USD125.7 за баррель Brent. Дополнительную поддержку «черному золоту» оказало также резкое снижение запасов бензина в стране. Между тем, индекс доллара значительно просел – на 0.8 п.п., что вывело стоимость золота на новый рекордный уровень – USD1,530 за унцию.

### Казкоммерцбанк (ВаЗ/В/В-) планирует выпустить еврооблигации; рыночная конъюнктура благоприятна для размещения; советуем к покупке субординированные выпуски банка

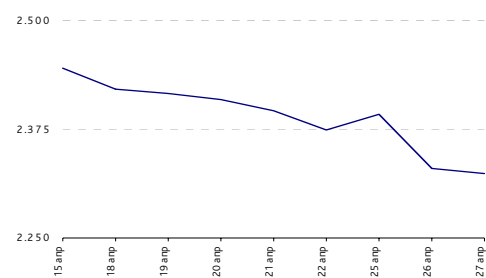
Казахстанский Казкоммерцбанк заявил накануне о возможности выпуска еврооблигаций. Банк планирует начать встречи с инвесторами со 2 мая. Напомним, ранее банк принял программу по выпуску еврооблигаций на USD2 млрд.

С нашей точки зрения, конъюнктура долгового рынка сейчас достаточно благоприятна, чтобы дать ККБ возможность успешно занять на внешних рынках. Долговые проблемы в Европе, вынудившие банк отказаться от размещения евробондов в октябре 2010 г., сохраняются, однако инвесторы, кажется, уже привыкли к ним. Гораздо большее значение в данном случае будут иметь последние заявления ФРС о сохранении мягкой политики и, как следствие, повышенный спрос на рискованные активы.

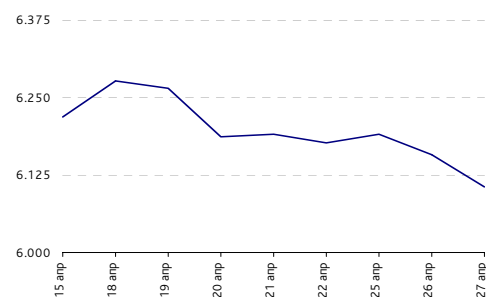
Из обращающихся бумаг Казкоммерцбанка наибольший интерес представляют субординированные выпуски **ККВ 16** и **ККВ 17**. Мы склонны считать низкой вероятностью исполнения колл-опционов по обеим бумагам. После опционов купон определяется как сумма ставки UST5Y и премии 525/527 бп, что на данный момент предполагает 7.53% против текущих значений на уровне 8.63/8.50%. Принимая во внимание текущие котировки бумаг (88.1/87.4% от номинала), субординированные евробонды обеспечивают премию к основным выпускам банка на уровне 280-290 бп. Мы видим справедливое значение не выше 100-150 бп, что вполне отражает более высокие риски субординированного долга.

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

Brazil 40 (YTM)



Turkey 34 (YTM)





## ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

### Ликвидность существенно не меняется, налоговый фактор продолжает «подогревать» ставки money market

Ликвидная позиция банков по итогам среды существенно не изменилась – чистый запас ликвидности сократился на RUB26.3 млрд. до RUB1.27 трлн. Движение вновь происходило на стороне активов банков по операциям с ЦБ – корсчета выросли на RUB33.1 млрд. (до RUB621.6 млрд.) с сокращением остатков на депозитах до RUB417.8 млрд. (-RUB24.0 млрд.). Собственно, сокращение запаса ликвидности вполне может объясняться расчетами по вчерашнему аукциону **ОФЗ 26204** (которые проходят на условиях расчетов в день аукциона), на котором Минфин разместил практически весь предложенный объем (около RUB20 млрд.).

А вот ставки денежного рынка достаточно чувствительны к предстоящей сегодня уплате налога на прибыль (RUB210-230 млрд.) – если однодневная ставка на МБК осталась в пределах 3.0-3.1%, то стоимость фондирования через междилерское РЕПО снова выросла – средства на один день под залог ОФЗ вчера на конец дня стоили порядка 3.80%.

### Рубль продолжает укрепляться – по-прежнему на налоговых выплатах и внешнем оптимизме

На торгах в среду рубль продолжил укрепление – на закрытие валютных торгов на MMBB корзина стоила RUB33.57 (-4 коп. к закрытию вторника). С открытием сегодняшней сессии рубль продолжает укрепляться – корзина торгуется в пределах RUB33.47. Мы не видели существенного оттока ликвидности из системы в начале недели – соответственно, основные расчеты по налогу на прибыль пройдут именно сегодня, в последний день его уплаты. Это означает, что фактор налоговых выплат в обеспечении спроса на рубли по-прежнему актуален. Ну а дополняет его крайне благоприятный внешний фон, сформировавшийся на глобальных рынках накануне и по завершении заседания ФРС и пресс-конференции ее главы.

### Аукцион ОФЗ 26204 побудил участников к покупкам в средней части рублевой суверенной кривой

На вторичке цены ОФЗ вчера снижались, главным образом за счет продаж в коротких выпусках. На аукционе **ОФЗ 26204** из предложенных RUB20 млрд. Минфин разместил RUB19.8 млрд. Цена отсечения соответствовала верхней границе ориентира ставки ведомства (7.75%), доходность размещения составила 7.71%. На вторичке бумага подросла на 7 бп с закрытием на 99.60% от номинала. Аукцион инициировал активность в средней части рублевой суверенной кривой – ликвидный рынок со значительным числом сделок сложился в **ОФЗ 25077** (+15 бп) и **ОФЗ 26203** (+20 бп).

Из имен первого эшелона наибольшие обороты вновь присутствовали в **Газпром нефть-4** (без изменений). Из второго эшелона активность сохраняется в **АФК Система-4** (+1 бп). Решение ВымпелКома о размещении рублевых облигаций вместо евробондов (без четкого понимания рынком объема предстоящих предложений) обусловили продажи в его бондах и вывели их в лидеры по объему сделок в эшелоне – **ВымпелКом Инвест-1** -45 бп, **ВымпелКом Инвест-3** снизился на 12 бп.

### ВымпелКом (Ва3/BB/NR) может разместить рублевые облигации, что позитивно скажется на котировках евробондов компании

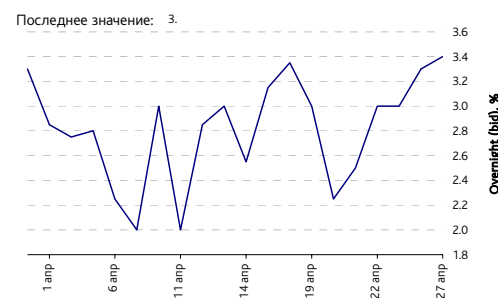
Вчера ВымпелКом зарегистрировал 5 выпусков рублевых облигаций совокупным объемом RUB60 млрд. и сроком обращения 10 лет.

Регистрация рублевых облигаций, безусловно, повысит гибкость компании в вопросах привлечения долгового капитала. В частности, позволит рефинансировать бридж-кредит, полученный ею на финансирование денежной части сделки с Wind Telecom, на внутреннем рынке и избежать дальнейшего снижения рейтинга агентством S&P.

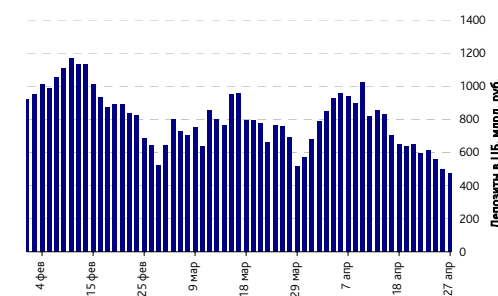
На наш взгляд, ВымпелКому по силам разместить весь запланированный объем в несколько траншей на внутреннем рынке, причем предложив ofertу даже через 7 лет и лишь незначительную премию к рублевой кривой МТС в размере 20-30 бп.

Размещение рублевого долга также может в моменте позитивно сказаться на котировках еврооблигаций ВымпелКома, так как рыночными игроками до сих пор предполагался навес нового предложения еврооблигаций в размере USD1.5-

### Ставка overnight (максимум, bid)



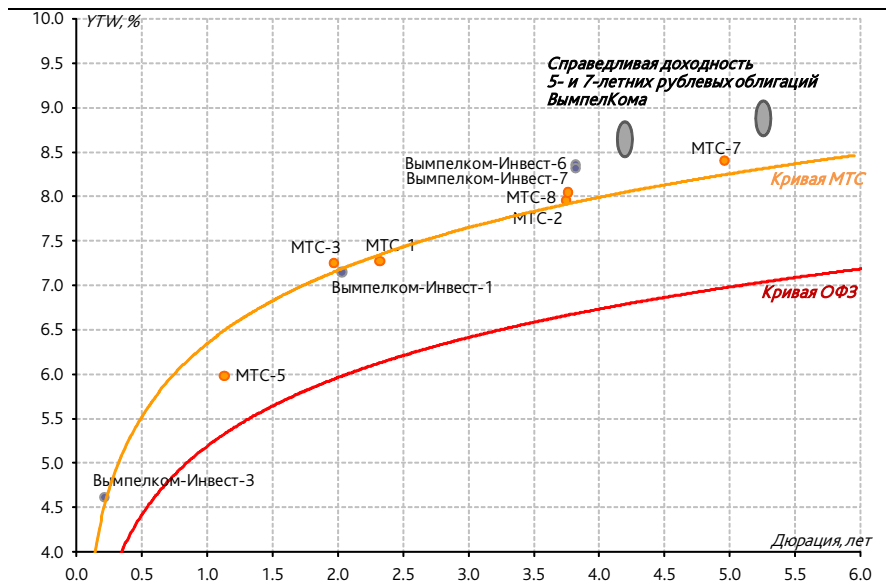
### Депозиты в ЦБ РФ





ВымпелКома и выпуском MTS 20 должен составлять не менее 40-50 бп

### ДИАГРАММА. РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ МТС И ВЫМПЕЛКОМА



Источники: ММВБ, НБ «Траст»

### УБРиР (S&P: B-) установил купон на уровне 9.50%; не видим потенциала для роста котировок бумаг

Уральский Банк Реконструкции и Развития (УБРиР) установил купон на уровне 9.50% по новому выпуску облигаций 2-й серии на сумму RUB2 млрд. Срок обращения бумаг – 3 года, предполагается оферта через 1.5 года. Техническое размещение состоится 29 апреля.

Параметры предполагают доходность на уровне УТР 9.73%. Мы видим справедливое ее значение на уровне 9.80-10.00%, поэтому не ожидаем опережающих темпов роста котировок бумаг на вторичном рынке. К слабым сторонам кредитного профиля мы относим: низкий уровень капитализации, негативную динамику качества кредитов и высокую долю кредитов связанным сторонам в портфеле (до 26% по данным МСФО за 2009).

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

☎ 647-23-64

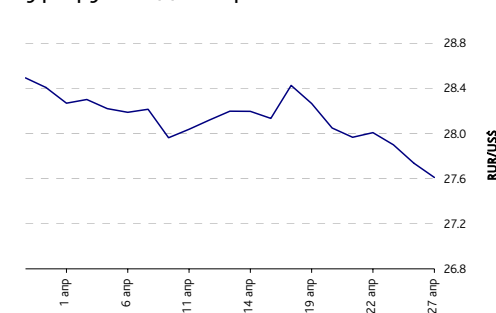
Юлия Сафарбакова, [yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)

☎ 786-23-48

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

☎ 647-25-89

### Курс рубль/доллар





## ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

### БАНКИ И ФИНАНСЫ

**ВТБ (Ваа1/ВВВ/ВВВ) представил ожидаемо крепкую отчетность за 2010 год по МСФО; не ждем реакции в бумагах банка, рыночную оценку которых считаем справедливой**

#### КОММЕНТАРИЙ

Вчера ВТБ опубликовал крепкие итоги по МСФО за 2010 год и провел телеконференцию с участниками рынка. Мы не ожидаем увидеть реакции в котировках облигаций банка.

Напомним, что в декабре 2010 банк завершил приобретение контрольного пакета акций ТКБ, что позволило консолидировать балансовые показатели последнего. К 3К 2011 ВТБ планирует довести долю в нем до 75%. Также в феврале ВТБ выкупил пакет акций Банка Москвы (46.48%) у столичного правительства. По словам менеджмента, ВТБ не планирует увеличивать свою долю в капитале Банка Москвы в 2011 году и не рассматривает на данный момент дополнительные варианты M&A сделок. При этом уровень достаточности капитала 1-го уровня, по оценкам руководства, составит не менее 12.0% с учетом оговоренных платежей.

Консолидация ТКБ позволила нарастить **объем кредитов** на 20.2% за 2010 год до RUB3.1 трлн. Однако, не учитывая присоединение банка, кредитный портфель ВТБ продемонстрировал темпы прироста на уровне 12.2% за год, т.е. ниже рыночных показателей. В 2011 году ВТБ планирует нарастить кредитный портфель на 15% при опережающих темпах прироста объема розничных займов (выше 20%), что, на наш взгляд, банку вполне по силам.

#### ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ВТБ

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	2010	2010*
Чистые процентные доходы	114	152	171	171
Чистые комиссионные доходы	16	21	25	25
Операционные доходы до резервов	149	166	219	219
Операционные расходы	-68	-76	-95	-95
Отчисления в резервы	-63	-155	-52	-52
Чистая прибыль	5	-60	55	55
Денежные средства	416	260	276	241
Ценные бумаги	260	401	452	380
Кредитный портфель, гросс	2,650	2,545	3,060	2,856
Резервы	-95	-235	-274	н.д.
Кредитный портфель, нетто	2,556	2,310	2,785	н.д.
Средства кредитных организаций	389	287	397	381
Задолженность перед ЦБ	1,102	1,569	2,213	1,936
Средства клиентов	560	486	593	552
Долговые ценные бумаги размещенные	226	195	206	188
Прочие заемные средства	849	471	186	131
Собственный капитал	392	505	578	548
Активы	3,697	3,611	4,291	3,895
<b>Показатели</b>				
Доходность собственного капитала (ROAE)	1.2%	-13.3%	10.1%	10.4%
Доходность активов (ROAA)	0.2%	-1.6%	1.4%	1.5%
Расходы/доходы	45.2%	46.2%	43.4%	43.4%
Чистая процентная маржа (NIM)	4.4%	4.7%	4.8%	5.0%
NPLs/кредиты	1.9%	9.8%	8.6%	9.2%
Резервы/кредиты	3.6%	9.2%	9.0%	9.6%
Резервы/NPLs, (x)	1.9	0.9	1.0	н.д.
Достаточность капитала 1 уровня (Tier 1)	10.5%	14.7%	12.4%	12.9%
Достаточность капитала (TCAR)	17.3%	20.9%	16.8%	н.д.

\*Не учитывая показатели ТКБ  
Источник: данные банка, НБ «Траст»

**Качество кредитного портфеля** в 4К 2010 несколько улучшилось: доля NPLs в кредитном портфеле сократилась на 0.3 п.п. до 9.2%, а реструктурированные займы составили 9.4% (11% по итогам 9М 2010). Учет более качественного кредитного портфеля ТКБ привел к снижению показателей соответственно до 8.6% и 8.0% по итогам 2010 года.



**Чистая процентная маржа** банка без учета показателей ТКБ, по нашим оценкам, за 4К 2010 сократилась на 0.3 п.п. относительно 3К 2010 и составила в годовом выражении 5.0%, что все же превышает NIM на уровне 4.7% по итогам 2009 года. Основное давление на маржу в 4К 2010 по-прежнему оказывало опережающее снижение ставок по корпоративным кредитам относительно корпоративных депозитов, в то время как спред по розничным продуктам существенно вырос. По ожиданиям менеджмента, в 2011 г. чистая процентная маржа составит чуть менее 5.0%.

За 2010 год банк заработал RUB55 млрд. **чистой прибыли**, что выше ожидаемого менеджментом прогноза. Основным источником роста выступили втрое меньшие отчисления в резервы. В 2011 году менеджмент ожидает нарастить объём чистой прибыли до RUB80 млрд. только за счет органического роста. Отметим, что в будущем году сокращение резервов будет менее значимым: по нашим оценкам, на 10-15%, принимая во внимание ожидания по росту объёмов кредитования в 2011 году и стоимости риска на уровне 1.5%.

К долговым бумагам ВТБ банка мы относимся нейтрально как на внутреннем, так и на внешнем рынках, считая справедливой рыночную оценку. Банк по-прежнему планирует занять на долговых рынках порядка USD5 млрд., в том числе на долговых рынках капитала Сингапура, Китая и Ближнего Востока. В частности, ожидается размещение исламских еврооблигаций на сумму до USD200 млн.

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

## НЕФТЬ И ГАЗ

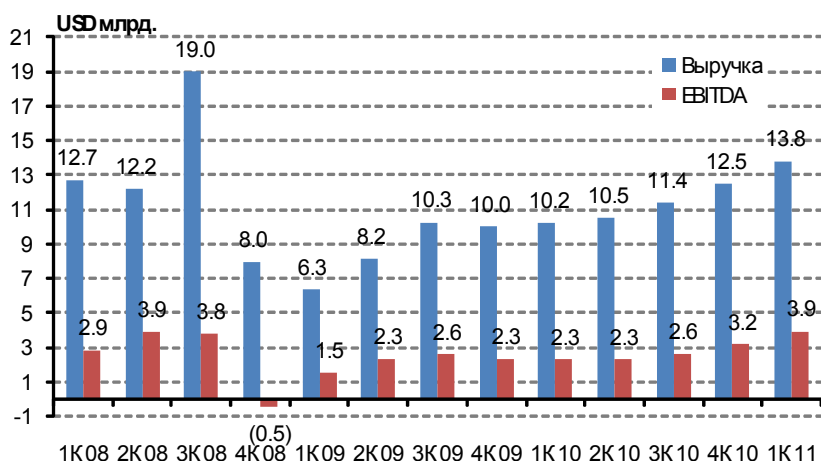
**ТНК-ВР (Ваа2/ВВВ-/ВВВ-): показатели за 1К 2011 бьют рекорды, давление со стороны регуляторов не критично; новостей по поводу акционерного конфликта пока нет, на этом фоне бумаги стабильно выше справедливых значений**

### КОММЕНТАРИЙ

Вчера ТНК-ВР опубликовала результаты операционной деятельности, а также отдельные цифры из отчетности по US GAAP за 1К 2011. Результаты производят положительное впечатление: помогают растущие цены на нефть, а прирост добычи на новых месторождениях перекрывает падение таковой в Западной Сибири. Несмотря на очередной конфликт акционеров и давление на нефтяные компании со стороны регуляторов, кредитный профиль ТНК-ВР мы считаем сильным и не подвергаем сомнению.

Начало года выдалось очень благоприятным для всех нефтяных компаний – цены на сырье превысили USD100/баррель, и пока следов разворота тренда не заметно. На этом фоне ТНК-ВР удалось увеличить финансовые показатели до рекордных уровней: EBITDA уже превысила докризисные максимумы (см. диаграмму), выручка была выше лишь в 3К 2008 года. Рентабельность по EBITDA достигла максимума за посткризисный период.

### ДИАГРАММА. ПОКВАРТАЛЬНАЯ ДИНАМИКА ВЫРУЧКИ И EBITDA У ТНК-ВР



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Денежные потоки несколько снизились по сравнению с последними кварталами 2010 года, однако все равно стабильно высоки. Учитывая, что компания решила пока не выплачивать дивиденды за 1К 2011, свободному денежному потоку



также ничего не угрожает. В результате за первые три месяца компания обошлась без привлечения новых долгов, тем самым еще снизив долговую нагрузку.

Из отдельных комментариев менеджмента можем отметить тот факт, что CFO компании озвучил оценку потерь, связанных с отменой льгот по Верхнечонскому месторождению: USD450 млн. до конца года. Еще около USD50 млн. было потеряно в 1К 2011 за счет ограничений цен на топливо. Ни та, ни другая цифра не вызывают опасений, учитывая описанные выше высокие результаты. Больше внимания, на наш взгляд, сейчас должно быть уделено акционерному конфликту, однако пока новостей нет.

Еврооблигации ТНК-ВР с начала апреля неизменно торгуются со спредом к бумагам Лукойла. К примеру, премия ТНК 17 к Lukoil 17 с начала апреля находится в районе 30 бп. Это, безусловно, привлекательно с фундаментальной точки зрения, однако мы не рекомендуем инвесторам покупать бумаги сейчас: волатильность, очевидно, еще проявит себя на новостях вокруг конфликта.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТНК-ВР

US GAAP, USD млрд.	2008	2009	1К 10	2010	1К 11
Выручка	51.9	34.8	10.2	44.6	13.8
ЕБИТДА	10.1	8.8	2.3	10.4	3.9
Чистая прибыль	5.6	5.3	1.4	6.3	2.4
Чистый операционный денежный поток	8.6	6.6	2.0	9.7	2.3
Капвложения, дивиденды и М&А	9.6	6.4	1.6	8.7	1.1
Свободный денежный поток	4.7	4.1	1.1	6.2	1.4
Совокупный долг в т.ч.	8.0	7.0	7.3	7.1	7.1
Краткосрочный долг	1.9	1.4	1.0	1.1	
Денежные средства и эквиваленты	1.7	0.9	1.5	1.8	
Активы	28.7	29.4	30.4	33.1	
<b>Показатели</b>					
ЕБИТДА margin	19.5%	25.2%	22.6%	23.3%	28.5%
ЕБИТДА/проценты (x)	20.2	33.6	33.0	43.1	
Долг/ЕБИТДА (x)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.6
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	0.6	0.7	0.6	0.5	0.3
Долг/Собственный капитал (x)	0.5	0.4	0.4	0.4	

Источник: данные компании, НБ «Траст»

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

#### ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА

**РусГидро (Ba1/BB+/BB+) опубликовала нейтральную отчетность по МСФО за 2010 г.; ожидаем повышения кредитного рейтинга до инвестиционной категории; рублевый евробонд РусГидро остается одним из наших фаворитов**

Вчера компания «РусГидро» опубликовала консолидированную отчетность по МСФО за 2010 г.

#### КОММЕНТАРИЙ

Как мы уже отмечали в нашем специальном обзоре [«РусГидро увеличивает присутствие на публичном долговом рынке»](#) от 21.04.2011, отчетность по МСФО компании несколько искажает общую картину, так как в нее консолидируются результаты девяти сбытовых компаний, принадлежащих РусГидро. (Напомним, что в марте текущего года 6 из них были проданы Интер РАО и деконсолидированы). Поэтому более ясную картину относительно основного бизнеса РусГидро дает отчетность по РСБУ, тем более что относительно долга отчетность по международным и российским стандартам совпадает почти на 100%.

Операционные показатели продемонстрировали ожидаемый рост как благодаря увеличению доли продаж электроэнергии на нерегулируемом рынке, так и за счет увеличения розничных продаж. Стоит отметить, что в 2010 г. роль сбытов в приросте выручки и ЕБИТДА оказалась существенной. Генерирующий сегмент пострадал из-за погодных условий и низкой водности рек, что привело к снижению общей выручки на 12% относительно результатов 2009 г.

Из-за размещенного выпуска рублевых еврооблигаций совокупный долг РусГидро вырос примерно на RUB16 млрд., а это в свою очередь привело к увеличению долговой нагрузки в терминах «Чистый долг/ЕБИТДА» до 0.3x.



ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ РУСГИДРО

МСФО, RUB млрд.	2009	1П 10	2010	2П/1П	10/09
Выручка	338	205	418	21%	24%
ЕБИТДА	52	35	62	13%	18%
Чистая прибыль	32	21	11	10%	-65%
Чистый операц. денежный поток	41	21	41	31%	0%
Капвложения и М&А	33	29	70	178%	108%
Свободный денежный поток	8.8	0.1	(20.0)		
Совокупный долг, <i>вкл</i>	24	24	40	2%	64%
<i>краткосрочный долг</i>	5.1	4.7	8.3	49%	64%
Денежные средства и эквиваленты	52	28	19	-30%	-64%
Активы	507	524	651	14%	28%
<b>Показатели</b>					
ЕБИТДА margin	15%	17%	15%		
ЕБИТДА/проценты	18.4	35.6	35.6		
Долг/ЕБИТДА	0.5	0.3	0.7		
Чистый долг/ЕБИТДА	< 0	< 0	0.3		
Долг/Собственный капитал	0.1	0.1	0.1		

Источники: данные компании, расчеты НБ «Траст»

Мы по-прежнему считаем кредитное качество РусГидро исключительно крепким и ожидаем, что публикация отчетности по МСФО станет своеобразным сигналом агентствам для повышения рейтингов компании и перевода их в инвестиционную категорию.

Напомним, что на прошлой неделе РусГидро очень успешно разместила рублевые облигации на внутреннем рынке, практически не предложив премии к рублевому евробонду. На наш взгляд, котировки последнего сдерживаются исключительно отсутствием рейтинга инвестиционной категории. Перевод РусГидро в лигу эмитентов инвестиционной категории значительно расширит круг инвесторов и спровоцирует ралли в рублевых еврооблигациях компании.

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

#### ПРОМЫШЛЕННОСТЬ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ РЫНОК

### **Акрон (B1/NR/B+) опубликовал хорошую отчетность по МСФО за 2010 г.; акцент на планах по капитальным затратам; рублевые облигации переоценены**

Вчера Акрон опубликовал консолидированную отчетность по МСФО за 2010 г. и провел телеконференцию.

#### КОММЕНТАРИЙ

Акрон продемонстрировал общие для всей отрасли минеральных удобрений тенденции, рост выручки в 2010 г. во многом был обеспечен положительной динамикой на основную продукцию компании. В частности, азотные и сложные удобрения подорожали за 2010 г на 37% и 15% соответственно. Доля природного газа в затратах Акрона составляет около 23%, а его цена выросла на 13%, апатиты подорожали на 9%, а цены на калий для внутренних потребителей практически не изменились в 2010 г. Все это в совокупности с опережающим ростом цен на удобрения позволило Акрону увеличить рентабельность по ЕБИТДА до 22% с 18% в 2009 г.

Основным риском для кредиторов Акрона остается его сравнительно высокая долговая нагрузка при существенном объеме капитальных затрат. Напомним, что компания реализует сейчас 2 крупных инвестиционных проекта по снижению зависимости от цен на сырье. Акрон разрабатывает месторождение апатитов «Олений ручей», что позволит компании получить собственную ресурсную базу фосфатов (необходимая составляющая практически всех сложных удобрений, производимых Акроном). По планам компании, запуск фосфатного проекта будет осуществлен во 2-3К 2012 г., однако до того срока «Олений ручей» потребует капитальных вложений в размере около USD200 млн., а это около 2/3 всего объема капитальных затрат, запланированных на 2011 г. Учитывая, что операционный денежный поток компании более чем в 2 раза меньше объема запланированных капитальных затрат, мы не ожидаем, что долг Акрона в ближайшие 1.5-2 года будет снижаться.



ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ АКРОНА

МСФО, RUB млрд.	2009	9М 09	2010	10/09	4К/3К
Выручка	37.5	32.4	46.7	24%	35%
ЕБИТДА	6.8	6.4	10.2	52%	106%
Чистая прибыль	7.3	4.0	6.3	-13%	48%
Чистый операц. денежный поток	2.9	2.9	3.3	15%	-84%
Капвложения и М&А	3.7	3.6	5.4	46%	1%
Свободный денежный поток	-0.9	-0.6	-2.2		
Совокупный долг, <i>вкл</i> <i>краткосрочный долг</i>	32	34	36	11%	6%
Денежные средства и эквиваленты	7.7	7.0	7.6	-1%	9%
Активы	85	90	98	15%	9%
<b>Показатели</b>					
ЕБИТДА margin	18%	20%	22%		
ЕБИТДА/проценты (x)	3.1	4.7	3.8		
Долг/ЕБИТДА* (x)	4.8	4.2	3.5		
Чистый долг/ЕБИТДА* (x)	3.7	3.3	2.8		
Долг/Собственный капитал (x)	0.8	0.8	0.7		

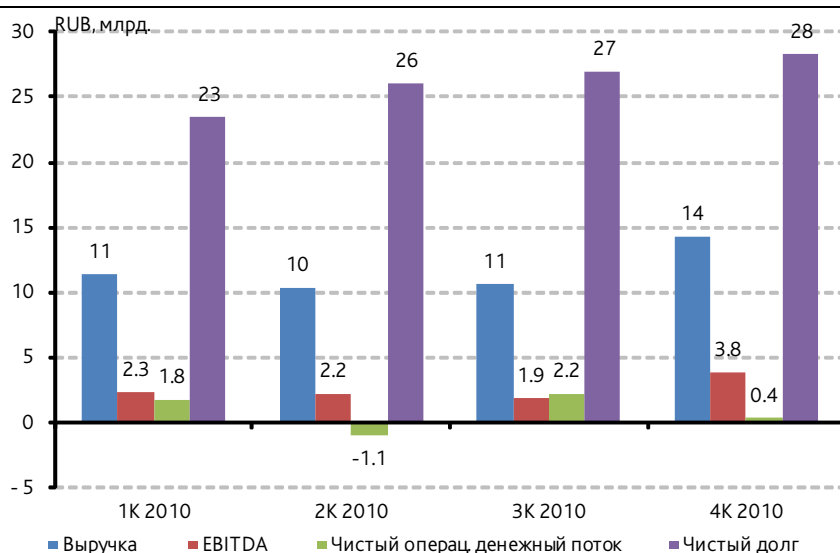
\* Значение ЕБИТДА за 12 месяцев

Источник: данные компании, НБ «Траст»

На текущий же момент рост операционных показателей несколько улучшил ситуацию с долговой нагрузкой Акрона: показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» снизился до 2.8x, что уже в большей степени соотносится с кредитными рейтингами компании.

Не стоит забывать, что Акрон также владеет крупными пакетами в Сильвините и Апатите, которые совокупно, по оценкам компании, могли бы стоить около USD800 млн. В ходе вчерашней телеконференции менеджмент Акрона заявил, что после конвертации бумаг Сильвинита в бумаги Уралкалия (в ходе слияния последних), пакет может быть постепенно распродан на рынке. Компания оценивает пакет из чуть более 10% Сильвинита примерно в USD570 млн., т.е. теоретически его продажа могла бы полностью покрыть потребности компании в финансировании инвестиционной программы. Пакет Апатита, оцениваемый примерно в USD215 млн., на данный момент является предметом спора с норвежской Yara, поэтому до завершения судебного процесса он не может быть продан.

## ДИАГРАММА. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ АКРОНА



Источник: данные компании, НБ «Траст»

На рублевом рынке обращаются 2 выпуска облигаций Акрона, которые фактически не предлагают премии к кривой ЕвроХима при разнице в кредитных рейтингах компаний в 2 степени. Кроме того, важно помнить, что Акрон все же еще не обладает собственной ресурсной базой, а либерализация внутренних цен на газ негативно скажется на рентабельности всего бизнеса компании. Даже несмотря на позитивную отчетность, мы считаем облигации Акрона перекупленными.

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



## Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон, %	Лет до погашения/оферта	YTM / YTP, %
Оборонпром-1	21091	8	9	8.16
РусГидро-1	10000	8	10 / 5	NA / 8.16
РусГидро-2	5000	8	10 / 5	NA / 8.16
ХКФБанк-16о	3000	6.65	3 / 1	NA / 6.36
ХКФБанк-36о	4000	7.9	3 / 2	NA / 8.12
ГСС-26о	3000	7.5	3 / 1	NA / 7.60
ГСС-36о	3000	8.25	3 / 2	NA / 8.40
Магнит-66о	5000	7.75	3	7.89
ТрансФин-М-26о	1250	8	3	8.16
КредитЕвропа-16о	5000	8.1	3	8.26

## Налоговые выплаты

Дата	Налог
28 апреля	Налог на прибыль

## Ближайшие выпуски

Ориентир . Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/оферта
28 апр 11	Кузбассэнерго-Финанс-2	5000	TBD	10
28 апр 11	ГПБ-Ипотека Два-1	5507	7.5	30
28 апр 11	ГПБ-Ипотека Два-2	1553	TBD	30
29 апр 11	УБРиР-2	2000	TBD	3 / 1

## Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/ Погашение
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
24 май 11	АВТОВАЗ-4	5 000	0.1		
25 май 11	Домо	2 000	15		23 май 12
26 май 11	Разгуляй Фин.-4	3 000	17		
26 май 11	Талио Принцепс	500	17		

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.