

# Ежедневный обзор долговых рынков от 28 апреля 2011 г.

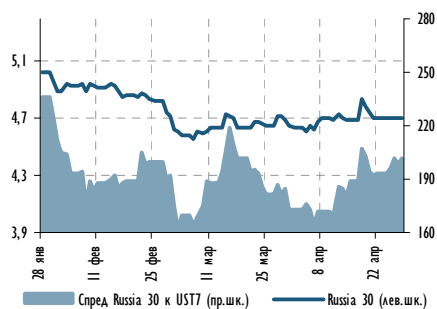


## Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	День	к нач. года
<b>Валютный рынок</b>				
EUR/USD	1,479	▲ 1,0%	10,5%	
USD/RUB	27,68	▼ -0,4%	-9,4%	
Корзина валют/RUB	33,57	▼ -0,1%	-4,5%	
<b>Денежный рынок</b>				
Корсчета, млрд руб.	588,5	▲ 75,2	-299,8	
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	474,9	▼ -26,3	-94,7	
MOSPRIME о/п	3,4	▲ 0,1	1,6	
3М-MOSPRIME	3,8	▲ 0,0	-0,3	
3М-LIBOR	0,27	▲ 0,0	0,0	
<b>Долговой рынок</b>				
UST-2	0,65	▲ 0,0	0,0	
UST-10	3,36	▲ 0,0	0,1	
Russia 30	4,71	▼ 0,0	-0,1	
Russia 5Y CDS	128	▼ -1,9	-17,4	
EMBI+	268	▼ -5	20	
EMBI+ Russia	180	▼ -7	-19	
<b>Товарный рынок</b>				
Urals, долл./барр.	122,01	▲ 1,5%	32,5%	
Золото, долл./унц.	1527,4	▲ 1,4%	7,5%	
<b>Фондовый рынок</b>				
ТС	2 018	▼ -0,8%	14,0%	
Dow Jones	12 691	▲ 0,8%	9,6%	
Nikkei	9 812	▲ 1,2%	-4,1%	

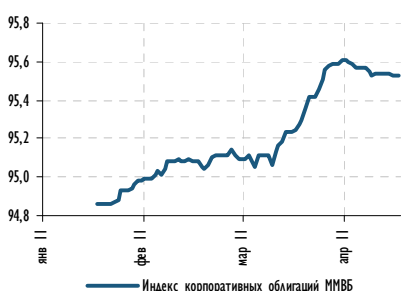
Источник: Bloomberg

## Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

## Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

## РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- ▶ **Рынок российских еврооблигаций.** Активность торгов на рынке внешнего долга вчера несколько возросла по сравнению с уровнями вторника, однако ценовой тренд так и не возник, хотя глобальные рынки, на наш взгляд, благоприятствовали росту котировок.
- ▶ «Тридцатка» осталась в районе 116,375%, при этом спред к UST10 несколько сузился на фоне роста доходности казначейской ноты. 5-летний CDS-спред остается чуть выше 130 б. п. В корпоративном и банковском сегментах – разнонаправленная динамика котировок.
- ▶ Сегодня конъюнктура, на наш взгляд, опять способствует росту котировок российских евробондов (см. Темы глобального рынка). Тем не менее мы скорее советуем сейчас сокращать позиции, а не наращивать.
- ▶ **Рублевый долговой рынок** Похоже, что все больше и больше участников рублевого долгового рынка уходят на майские праздники. Активность на рынке невысока, цены сохраняют стабильность.
- ▶ Размещение ОФЗ прошло успешно (19,7 млрд руб. из 20 млрд руб.), однако объем спроса (28 млрд руб.) не впечатляет даже номинально, кроме того, существенная часть выпуска была размещена несколькими крупными сделками. Видимо, налоговые платежи несколько ограничивают спрос на ОФЗ.
- ▶ Рубль продолжил плавное укрепление к корзине, и сегодня с утра ее значение опустилось ниже отметки 33,50RUB/Btk.
- ▶ Сегодня наши ожидания по рынку довольно оптимистичны.

## ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

- ▶ Решение ФРС: перемен нет, но шоу отличное
- ▶ Реакция рынков – бурный оптимизм

## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ Банки ждут пополнения ликвидности
- ▶ Инфляция упорно не желает замедляться, несмотря на сезонные предпосылки

## ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ▶ **НОВАТЭК (BBB-/Baa3/BBB-)** может приобрести 51% в Нортгазе (NR), это может повлечь заметный рост долговой нагрузки
- ▶ **ТНК-BP International (BBB-/Baa2/BBB-)**: опубликовало сильные финансовые показатели за 1К11. Долговая нагрузка продолжает снижаться
- ▶ **ВТБ (BBB/Baa1/BBB)**: нейтральные результаты 2010 г. по МСФО; доходы корпоративного бизнеса постепенно «уходят в тень» результатов инвестбанковского подразделения
- ▶ **РусГидро (BB+/Ba1/BB+)** результаты по МСФО за 2010 г. Рублевый евробонд по-прежнему интересен
- ▶ **МТС (BB/Ba2/BB+)** выплатит 30,05 млрд руб. дивидендов по итогам 2010 г.; нейтрально



### Решение ФРС: перемен нет, но шоу отличное

Вчера стали известны итоги двухдневного заседания, релиз которых впервые сопровождался пресс-конференцией главы ФРС Бена Бернанке. Кроме того, были опубликованы пересмотренные экономические прогнозы ФРС.

Апрельский FOMC Statement оказался практически копией заявления, которое FOMC сгенерировал по итогам своего мартовского заседания. Как мы и предполагали, все ключевые моменты, как то временный характер ускорения инфляции, все еще высокий уровень безработицы и обещание сохранять ставки низкими еще долго, остались на своих местах. Более того, FOMC по-прежнему планирует завершить QE в конце июня в прежних объемах, и теперь уже плановой возможности исправить программу не будет – следующее заседание состоится только 21-22 июня, когда менять что-то уже будет поздно.

Пресс-конференцию Бернанке СМИ оценили на «пять с минусом», отметив, только некоторую скованность главы ФРС в начале 45-минутного мероприятия. Бернанке подробно отвечал на вопросы журналистов, избегая, тем не менее, давать каких-либо прогнозов в отношении будущих действий Fed. Акцент был сделан на том, что применение второго раунда QE было оправданным и успешным. Также Бернанке вновь постарался убедить рынки, что инфляционные риски остаются под контролем, и если вдруг прогнозы о временном характере инфляционного всплеска не оправдаются, то ФРС начнет принимать соответствующие меры незамедлительно. В остальном Бернанке не раскрыл никаких секретов, которые и так не были бы понятны исходя из элементарного здравого смысла. Например, то, что с конца июня «объем монетарных стимулов останется неизменным» или же указание на то, что прекращение реинвестирования поступлений от нынешнего портфеля ФРС (пока не ожидается) будет означать первый шаг к ужесточению.

Любопытным был и пересмотр прогнозов ФРС. Ожидания по темпам роста ВВП в 2011 году были снижены с 3,4–3,9% до 3,1–3,3%, однако прогноз по базовой инфляции был повышен с 1,0–1,3% до 1,3–1,6%. Тем не менее, согласно новым прогнозам, ФРС по-прежнему ждет умеренных темпов экономического восстановления без серьезных инфляционных последствий.

### Реакция рынков – бурный оптимизм

В ответ на итоги заседания ФРС американские рынки продемонстрировали уверенный рост (0,7–0,8%), при этом Dow Jones вышел на 10-летние максимумы. Курс доллара ускорил свое падение против евро (1,484). Доходность UST10 сначала подросла на фоне повышения прогнозов по инфляции, однако затем вернулась практически туда, где была накануне – 3,34%.

Очень похоже, что Бернанке лишь утвердил рынки в их ожидании относительно грядущего пришествия нового инвестиционного рая, в котором экономика устойчиво растет, инфляции нет, а ставки ФРС перманентно находятся в районе нуля.

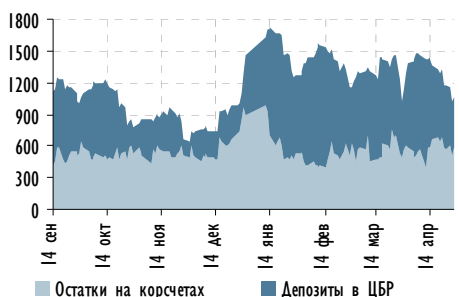
Сегодня, вероятно, абсолютно все российские активы выиграют от итогов заседания ФРС. Тем не менее совершенно очевидно, что такой чистый незамутненный оптимизм вряд ли будет сохраняться долго.

На наш взгляд, нынешний рост котировок следует использовать для сокращения позиций в российских еврообондах.

Павел Пикулев  
Pavel.Pikulev@gazprombank.ru  
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 26)

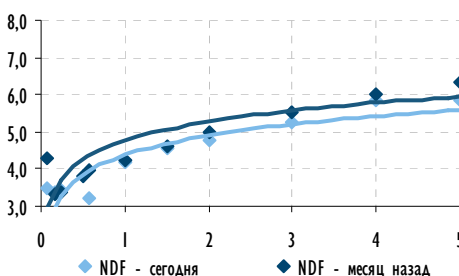
## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

## Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

## Ставки по беспоставочным форвардам на руб./долл. (NDF)



Источник: Bloomberg

## Банки ждут пополнения ликвидности

Хотя в рамках аукциона ОФЗ26204 было продано практически 100% предложенных бумаг по номиналу, отелые характеристики размещения указывают на то, что многие участники рынка предпочли воздержаться от участия в аукционе. Не исключено, что это было связано с сокращением объема ликвидности на балансах.

При этом на текущей неделе банкам еще предстоит перечислить в бюджет платежи по налогу на прибыль (сегодня), а также вернуть ВЭБу 18,3 млрд руб. с депозитов. Хотя в общей сложности отток ликвидности вряд ли окажется существенным (по всей видимости, не превысит 40 млрд руб.), в нынешних условиях это может спровоцировать краткосрочный рост ставок на денежном рынке. Стоимость заимствования на рынке МБК в среду колебалась в диапазоне 2,8–3,4% (ставка по кредитам о/п для банков первого круга), и сегодня утром банки выставляют котировки на уровне 3,0–3,4%.

Сегодня ЦБ РФ проведет аукцион по доразмещению ОБР-18 на сумму 10 млрд руб. Спрос на инструмент будет определяться соотношением двух факторов: отсутствие ожиданий повышения ставок будет поддерживать интерес инвесторов, в то время как отсутствие избытка ликвидности может стать сдерживающим фактором. Отметим, что сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ вчера сократилась на 24 млрд руб. (из них около 20 млрд руб. составила выручка от аукциона ОФЗ) и составила 1,04 трлн руб.

## Инфляция упорно не желает замедляться, несмотря на сезонные предпосылки

Новость: Инфляция в РФ с 19 по 25 апреля составила 0,1%; с начала месяца потребительские цены выросли на 0,4%, с начала года – на 4,2%.

Комментарий: Темпы роста цен стабилизировались: ИПЦ прибавляет по 0,1% уже 6 недель подряд. Однако сезонные факторы в совокупности с эффектом сравнительно высокой базы прошлого года должны были бы способствовать замедлению динамики (по состоянию на 25 апреля годовые темпы инфляции остались неизменными по сравнению с показателем конца марта на уровне 9,5% г/г). Тем не менее этого не произошло. Напротив, инфляция в апреле уже превысила аналогичный показатель прошлого года: с начала месяца цены выросли уже на 0,4%, в то время как за весь апрель 2010 г. они увеличились лишь на 0,3%.

Кроме того,стораживающей выглядит динамика цен на бензин и дизельное топливо, рост которых ускорился до 0,8% и 0,5% соответственно. Если до недавнего времени административное давление на нефтеперерабатывающие компании сдерживало рост цен, то теперь их изменение вносит явно положительный вклад в динамику инфляции. Особенно тревожным данный факт выглядит на фоне формирования дефицита автомобильного топлива в ряде регионов РФ.

Хотя Минэкономразвития недавно пересмотрело прогноз по инфляции на текущий год, повысив диапазон до 7,0–7,5%, его реализация по-прежнему выглядит сомнительной (более 50% уже выполнено по итогам еще не завершившихся четырех месяцев). Таким образом, задача ЦБ в рамках завтрашнего заседания совета директоров усложняется: давление на рубль в сторону укрепления со стороны внешних факторов сохраняется, в то время как инфляционные риски вновь возросли. Однако уверенности в том, что ЦБ предпримет шаги в сторону повышения ставок у нас нет, несмотря на недавние заявления замглавы Минэкономразвития Андрея Клепача о том, что к концу года возможен курс рубля на уровне 24–25 руб.

Анна Богдюкевич  
Anna.Bogdyukovich@gazprombank.ru  
+7 (495) 983 18 00, доб. 54085

## КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

**НОВАТЭК**  
S&P/Moody's/Fitch **BBB-** / Baa3 / BBB-

**НОВАТЭК может приобрести 51% в Нортгазе (NR), это может повлечь заметный рост долговой нагрузки**

**Новость:** По сообщению Ведомостей, НОВАТЭК может приобрести 51% в Нортгазе у Газпрома. Руководитель НОВАТЭКа направил в Газпром письмо с просьбой согласовать проведение независимой оценки стоимости 51% акций Нортгаза и предоставить необходимую информацию.

**Комментарий:** Доказанные и возможные запасы Нортгаза на конец 2010 г. составляют 295 млрд куб. м, или 16% от запасов НОВАТЭКа на конец 2010 г. Добыча Нортгаза в 2010 году составила 3 млрд куб. м, или 8% от добычи НОВАТЭКа. К 2015 г. Нортгаз планирует добывать 8 млрд куб. м газа в год, или около 16% от прогнозной добычи НОВАТЭКа в 2015 г.

Обсуждаемая цена сделки не раскрывается, однако в прессе ранее говорилось, что Фархад Ахметову планирует продать 49% принадлежащих ему акций Интер РАО за 1,8 млрд долл. Исходя из этой цены можно предположить, что НОВАТЭК заплатит за Нортгаз около 2 млрд долл.

Потенциальная сделка может негативно сказаться на показателях долговой нагрузки НОВАТЭКа (соотношение «Долг/ЕБИТДА» может превысить 2,0х по сравнению с 1,3х на конец 2010 г.), что может вызвать негативную реакцию рейтинговых агентств и оказать давление на котировки облигационных выпусков компании. Тем не менее в случае распродажи выпусков облигаций мы рекомендуем инвесторам быть готовым к покупке: сообщение может не подтвердиться, как показывает опыт структурирования последних сделок М&А НОВАТЭКа, компания может избежать резкого роста долговой нагрузки.

Алексей Демкин, CFA  
Alexey.Demkin@gazprombank.ru  
+7 495 980 43 10

Александр Назаров  
Alexander.Nazarov@gazprombank.ru  
+7 495 980 438

**TNK-BP International**  
S&P/Moody's/Fitch **BBB-** / Baa2 / BBB-

**TNK-BP International опубликовало сильные финансовые показатели за 1К11. Долговая нагрузка продолжает снижаться**

**Новость:** TNK-BP International объявила финансовые результаты по US GAAP за 1К11. Полная финансовая отчетность компании будет опубликована в начале мая.

**Комментарий:**

- ▶ **Динамика выручки.** Динамика выручки в 1К11 при практически неизменных объемах добычи значительно отстала от роста цен на нефть, что вызывает вопросы. Основными причинами замедления роста выручки, как мы понимаем, стали более низкие по сравнению с динамикой Urals темпы роста цен на нефтепродукты в России, увеличение запасов и поставок нефти на внутренний рынок. Тем не менее по сравнению с уровнем 1К10 выручка выросла на 35%.
- ▶ **Динамика ЕБИТДА.** В 1К11 ЕБИТДА компании увеличилась на 25,3% к уровню 4К10 и на 72,5% к уровню 1К10. Опережающая динамика по сравнению с выручкой объясняется нехарактерно низкими темпами роста выручки, эффектом лага по экспортным пошлинам на нефть в сочетании с умеренным ростом остальных групп затрат. Негативное влияние на динамику затрат оказывало укрепление рубля и рост тарифов на электроэнергию и тарифов Транснефти с начала года. Показатель рентабельности по ЕБИТДА в 1К11 достиг своего максимального значения за последние несколько лет и составил 28,5% (22,3% в 1К10).
- ▶ **Капитальные затраты.** Инвестиции компании сократились на 30,2% к 4К10, но при этом на 38,2% превысили уровень 1К10. Такая динамика объясняется фактором закрытия года в 4К10 и сильными морозами в Сибири, затруднявшими работы в 1К10. По итогам 2011 г. компания планирует увеличить объем инвестиций на 13% по сравнению с уровнем 2010 г.

- ▶ **Дивиденды.** В апреле 2011 г. ТНК-ВР выплатила основным акционерам – ААР и ВР – дивиденды за 4К10 в размере 768 млн долл., что составило 40% от чистой прибыли. Согласно публикациям в прессе, такой объем дивидендов выплачивается, если хотя бы один из основных акционеров голосует против выплаты дивидендов.
- ▶ **Долговая нагрузка.** Показатели долговой нагрузки компании продолжили укрепляться на фоне роста денежного потока и сокращения величины чистого долга до 3857 млн долл., что на 17,7% ниже уровня начала года. В результате соотношение «Чистый долг/ЕБИТДА» снизилось до 0,32х, что является одним из самых низких показателей среди российских эмитентов еврооблигаций.

**Основные финансовые показатели ТНК-ВР International, млн долл.**

млн долл	2007	2008	2009	2010	1К11	1К10	г/г
Выручка	38 926	51 886	34 753	44 646	13 821	10 237	35,0%
ЕБИТДА	10 209	10 111	8 774	10 399	3 943	2 286	72,5%
Рентабельность по ЕБИТДА	26,2%	19,5%	25,2%	23,3%	28,5%	22,3%	+6,2
Операционный денежный поток	7 097	8 611	6 581	9 682	2 333	1 973	18,2%
Капитальные вложения	3 641	3 991	2 538	3 459	904	654	38,2%
Свободный денежный поток финансирования	3 456	4 620	4 043	6 223	1 429	1 319	8,3%
Всего активов	29 339	28 707	29 448	33 126	н/д	н/д	—
Собственный капитал	12 803	14 789	16 431	18 863	н/д	н/д	—
Чистый долг	5 324	6 289	5 978	4 685	3 857	5 588	—
Денежные средства и эквиваленты	3 224	1 745	1 040	2 444	н/д	н/д	—
<b>Показатели</b>							
Долг/Собственный капитал, х	0,67	0,54	0,43	0,38	—	—	—
ЕБИТДА/Процентные расходы, х	18,7	20,2	33,6	43,1	—	—	—
Чистый долг/ЕБИТДА, х	0,52	0,62	0,68	0,45	0,32	—	—

Источник: компания, оценки Газпромбанка

В целом мы не ожидаем какой-либо реакции котировок еврооблигаций ТНК-ВР на сильные предварительные данные за 1К11. В то же время мы хотели обратить внимание на тот факт, что выпуски компании торгуются с более широким Z-спредом, чем выпуски НОВАТЭКа (BBB-/Ваа3/BBB-), при том что компании имеют близкие комбинации кредитных рейтингов и кредитные метрики ТНК-ВР сильнее, чем НОВАТЭКа. Среди отдельных бумаг компании мы рекомендуем обратить внимание на выпуски ТНК-ВР 17 и ТНК-ВР 18, которые предлагают наибольший Z-спред, заметно отклоняясь от Z-кривой.

Алексей Демкин, CFA  
Alexey.Demkin@gazprombank.ru  
+7 495 980 43 10

Иван Хромушин  
Ivan.Khormushin@gazprombank.ru  
+7 495 980 438

## Еврооблигации российских нефтегазовых компаний



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

**ВТБ**  
 S&P/Moody's/Fitch    BBV / Baa1 / BBV

**ВТБ: нейтральные результаты 2010 г. по МСФО; доходы корпоративного бизнеса постепенно «уходят в тень» результатов инвестбанковского подразделения**

**Новость:** Вчера Группа ВТБ представила консолидированные финансовые результаты деятельности в 2010 г. по международным стандартам, а также провела телеконференцию для участников рынка.

Заметим, что статьи баланса группы на конец 2010 г. включают показатели ТрансКредитБанка – как говорится в отчетности, несмотря на владение напрямую лишь 43,2% акций банка, его консолидация стала возможной благодаря наличия у ВТБ «потенциальных прав голосования». Вместе с тем результаты группы в отчете о прибылях и убытках не были затронуты консолидацией ТКБ – приобретение акций юридически завершилось 31 декабря.

Основные финансовые результаты Группы ВТБ по МСФО, млрд руб.

	2007	2008	2009	2010*	2010**
<b>Отчет о прибылях и убытках</b>					
Чистые процентные доходы	65,2	113,6	152,2	171,1	—
Чистые комиссионные доходы	14,2	16,3	21,0	24,7	—
Прибыль (убыток) от операций с ценными бумагами	6,5	2,4	(20,2)	13,7	—
Операционные доходы	108,6	150,4	166,6	226,1	—
Операционные расходы	(49,7)	(67,5)	(76,4)	(95,1)	—
Резервы	(13,4)	(63,2)	(154,7)	(51,6)	—
Чистая прибыль (убыток)	38,6	4,6	(59,6)	54,8	—
<b>Активы баланса</b>					
Денежные средства и эквиваленты	126,4	416,1	260,2	261,3	275,5
Ценные бумаги	331,0	259,9	400,7	380,2	451,6
Чистый кредитный портфель	1 434,5	2 555,6	2 309,9	2 581,8	2 785,4
Всего активов	2 268,9	3 697,4	3 610,8	3 908,0	4 290,9
<b>Обязательства и капитал</b>					
Кредиты ЦБ	0,0	611,6	314,8	1,4	1,4
Средства банков	362,5	388,7	287,0	381,2	397,3



Средства корпоративных клиентов	647,2	747,8	1 092,3	1 251,1	1 465,0
Средства частных клиентов	261,7	354,1	476,5	684,8	747,9
Долговые ценные бумаги	404,0	560,1	485,7	552,4	593,1
Собственный капитал	404,3	392,1	504,9	560,8	578,2
<b>Ключевые коэффициенты</b>					
Рентабельность капитала (ROAE)	13,1%	1,1%	-13,7%	10,3%	—
Рентабельность активов (ROAA)	2,1%	0,2%	-1,6%	1,5%	—
Чистая процентная маржа (NIM)	4,1%	4,4%	4,6%	5,1%	—
Чистый процентный спред (NIS)	3,9%	4,1%	4,1%	4,6%	—
Стоимость риска	1,2%	3,2%	5,6%	1,9%	—
Расходы/Доходы	45,7%	44,9%	45,9%	42,1%	—
Чистый кредитный портфель/Депозиты	157,8%	231,9%	147,2%	133,4%	125,9%
NPL/Кредиты	—	1,9%	9,8%	—	8,6%
Реструктуризация/Кредиты	—	0,6%	11,8%	—	8,8%
Резервы/Кредиты	2,5%	3,6%	9,2%	9,3%	9,0%
Достаточность капитала I уровня (Tier I)	15,0%	10,5%	14,8%	12,9%	12,4%
Достаточность капитала (TCAR)	16,3%	17,3%	20,7%	17,1%	16,8%
Денежные средства/Активы	5,6%	11,3%	7,2%	6,7%	6,4%

\*Без учета ТКБ

\*\*С учетом ТКБ

Источник: компания, расчеты Газпромбанка

**Комментарий:** В основном представленные ВТБ результаты соответствуют общим тенденциям развития российского банковского сектора.

Объемы кредитования постепенно восстанавливаются. По нашим оценкам, валовой портфель в 2010 г. вырос на 11,8% без учета результатов ТКБ (в том числе +1,7% за 4К10). При этом качество портфеля улучшилось. В частности, доля NPL с просрочкой более 90 дней в портфеле снизилась у ВТБ (не включая ТКБ) до 9,2% на 31 декабря 2010 г. (на конец 2009 г. было 9,8%). Доходность активных операций банка до конца 2010 г. снижалась быстрее стоимости его обязательств; как следствие, чистая процентная маржа ВТБ в 4К10, по нашим подсчетам, просела до 4,8% без учета ТКБ (-30 б. п. кв/кв). Рентабельность среднего капитала в 2010 г., по нашим расчетам, составила достаточно умеренные для столь крупного финансового института 10,3%.

При этом мы обращаем внимание на постепенный сдвиг бизнес-модели группы вдалеку от корпоративного блока – в сторону ее инвестиционно-банковского подразделения (ИБ). В частности, обращает на себя внимание тот факт, что если по итогам 1П10 корпоративный сегмент ВТБ заработал 57,9% чистой прибыли группы до налогов по МСФО (без учета сегмента «прочее» и элиминации), то в 2П10 данная доля составила лишь 42,3% совокупного показателя. Вклад сегмента ИБ, напротив, вырос с 30,7% до 40,0% соответственно. Достаточно сильно смотрится розничный сегмент, заработавший по итогам года 23,4 млрд руб. чистой прибыли до налогов – чуть меньше показателя подразделения ИБ (25,5 млрд руб.).

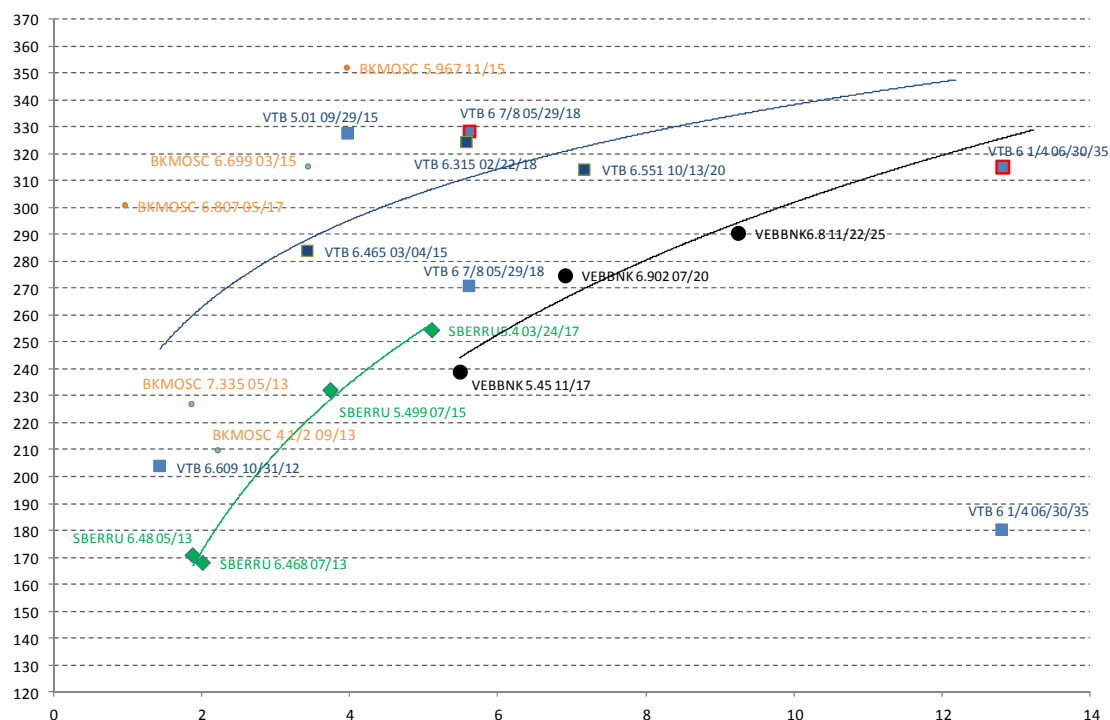
Мы полагаем, что в 2011 г. – в силу по-прежнему умеренных темпов восстановления экономики и постепенного возвращения спроса на кредитные ресурсы (руководство ВТБ ожидает прироста корпоративного портфеля на уровне 15%, розничного – 20%) – данная тенденция сохранится. Косвенно рассчитывать на это позволяют и ожидания руководства группы относительно чистой процентной маржи по итогам 2011 года ниже отметки в 5,0% (за весь 2010 год, по нашим оценкам, было 5,1%). В то же время нам достаточно трудно оценить, насколько устойчивым данный сдвиг бизнес-модели группы в сторону ИБ дивизиона может оказаться к возможным негативным колебаниям конъюнктуры финансовых рынков.

Другим фактором роста для финансовых результатов группы ВТБ может стать полная консолидация в 2011 г. показателей более прибыльного ТКБ. К слову, по нашим оценкам, рентабельность капитала ТКБ по 2010 г. (МСФО) составила 34,2%, показатель стоимости риска – всего 0,2%. Вместе с тем чистая процентная маржа ТКБ сопоставима – 5,0% по итогам 2010 г.

Из долговых инструментов ВТБ мы по-прежнему считаем наиболее

привлекательными VTB18N (Z-сред 324 б. п.) и VTB18 (OAS 328 б. п.).

Еврооблигации российских квази-суверенных банков



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

РусГидро  
S&P/Moody's/Fitch BB+ / Ba1 / BB+

## РусГидро: результаты по МСФО за 2010 г. Рублевый евробонд по-прежнему интересен

**Новость:** Вчера компания РусГидро представила консолидированную финансовую отчетность по МСФО за 2010 г., а также pro-forma отчетность за 2009 г. с учетом приобретений сбытовых компаний сделанных в 2010 г.

Выручка Группы в прошлом году составила 418,0 млрд руб., что на 23,5% больше, чем в 2009 г. Операционные расходы росли теми же темпами и достигли 367,8 млрд руб. Показатель EBITDA, по нашим оценкам, увеличился на 12,9% до 65,9 млрд руб. Операционный денежный поток практически остался без изменений и составил 40 млрд руб. (+2,6% г/г). В первые за последние три года свободный денежный поток компании стал отрицательным на фоне растущих капитальных вложений (61 млрд руб. или +88,4% к 2009 г.) – 21,8 млрд руб.

Величина долга увеличилась на 64% и составила 40,1 млрд руб., чистый долг составил 21 млрд руб., в то время как год назад был отрицательным.

**Комментарий:** Отметим, что консолидированная отчетность Группы РусГидро включает финансовые показатели пяти приобретенных в первом полугодии 2010 г. сбытовых компаний, которые в конце марта 2011 г. были переданы на баланс Интер РАО. Таким образом, в дальнейшем в отчетности по МСФО РусГидро придется их деконсолидировать. По данным отчетности за 2010 г., на сбытовой сегмент пришлось 74% выручки Группы РусГидро, при этом его доля в EBITDA составила около 22%.

Несмотря на рост величины долга показатели долговой нагрузки компании сохранились на достаточно низких уровнях, в частности соотношение «Чистый долг/EBITDA» составило 0,32х, годом ранее это соотношение было отрицательным. В дальнейшем мы ожидаем умеренного роста долговой нагрузки на фоне реализации инвестиционной программы, которая на 2011-2013 гг. утверждена на уровне 308 млрд руб. (с НДС), из которых 142 млрд руб. будет направлено на строительство новых мощностей.

Напомним, что условия выпуска LPN ограничивают РусГидро в возможностях привлекать новый долг после достижения уровня 3х в терминах «Долг/EBITDA» по МСФО-отчетности. По комментариям менеджмента в ходе телеконференции по результатам 2010 г. по РСБУ, в перспективе ближайших 2-3 лет долг компании может увеличиться до 2–2,5х EBITDA.

### Основные финансовые показатели ОАО «РусГидро», МСФО, млрд руб.

	2007	2008	2009	2010	2009 (pro-forma)	г/г
Выручка	81	107,7	115,6	418,0	338,5	23,5%
EBITDA	20,3	33,7	52,2	65,9	58,3	12,9%
Рентабельность по EBITDA	25,2%	31,3%	45,1%	15,8%	17,2%	-8,6%
Операционный денежный поток	15	26,1	38,2	40	39	2,6%
Капитальные вложения	32	25,4	31,9	61	33	88,4%
Свободный денежный поток	-16,9	0,7	6,3	-21,8	6,0	-463,2%
Всего активов	314	426	483	651	507	28,4%
Собственный капитал	238	343,6	403,3	518,1	405,8	27,7%
Совокупный долг, в том числе	24,0	23,4	21,9	40,1	24,4	64,0%
Доля краткосрочного долга	13,2%	14,4%	11,7%	20,8%	20,8%	0,2%
Денежные средства и эквиваленты	8,3	24,8	48,2	19	52	-63,6%
<b>Показатели</b>						
Долг/Собственный капитал, х	0,10	0,07	0,05	0,08	0,06	–
EBITDA/Процентные расходы, х	9,5	13,1	13,9	23,7	14,4	–
Чистый долг/EBITDA, х	0,78	Отриц.	Отриц.	0,32	Отриц.	–

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

В настоящее время мы по-прежнему рекомендуем обратить внимание на выпуск рублевых еврооблигаций RUSHYDR 15 (YTM8,05%), который торгуется с 40 б. п. премией к кривой доходности ФСК (BBB/Baa2/-). На наш взгляд, эта премия не должна превышать 25 б. п. Напомним, что на прошлой неделе компания разместила два рублевые выпуска облигаций серии 01 и 02 на общую сумму 15 млрд руб. со ставкой купона 8,0% на 5 лет, в настоящее время выпуски на «сером» рынке котируются в районе номинала.



Алексей Демкин, CFA  
Alexey.Demkin@gazprombank.ru  
+7 495 980 43 10  
Дмитрий Котляров  
Dmitry.Kotlyarov@gazprombank.ru  
+7 495 913 7826

МТС  
S&P/Moody's/Fitch BB / Ba2 / BB+

### МТС выплатит 30,05 млрд руб. дивидендов по итогам 2010 г.; нейтрально

**Новость:** Совет директоров МТС утвердил дату проведения годового общего собрания акционеров компании и рекомендации по размеру дивидендов за 2010 г. Собрание акционеров состоится 27 июня, дивиденды рекомендованы в размере 14,54 руб. на одну обыкновенную акцию (или 1,04 долл. на одну АДР). Общий размер дивидендных выплат составит 30,05 млрд руб. (1,08 млрд долл.), или 78% чистой прибыли компании за 2010 г. по US GAAP.

В соответствии с недавними изменениями в законодательстве РФ, определяющими процедуру выплаты дивидендов, они будут выплачены в полном объеме в течение двух месяцев после их утверждения на годовом общем собрании акционеров, то есть до 27 августа.

**Комментарий:** Мы воспринимаем данную новость нейтрально для МТС, равно как и для выпущенных компанией долговых инструментов. По нашим прогнозам, с учетом данных выплат величина остающегося в распоряжении компании денежного потока (discretionary CF) в 2011 году составит более 0,5 млрд долл. Так, операционный денежный поток мы оцениваем в 4,6 млрд долл., величину капитальных вложений – в 2,9 млрд долл.

Как следствие, мы полагаем, что новый долг будет привлекаться МТС прежде всего для рефинансирования имеющейся задолженности (около 760 млн долл. к погашению), а долговая нагрузка на компании не должна при прочих равных вырасти с умеренного уровня в 1,2х для соотношения «Чистый долг/ЕБИТДА» на конец 2010 года.

Анна Курбатова  
Anna.Kurbatova@gazprombank.ru  
+7 495 913 78 85

Юрий Тулинов  
Yury.Tulinov@gazprombank.ru  
+7 495 983 18 00 (доб. 2 14 17)



## Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
28.04.2011	Оферта <b>ЧТПЗ, 3</b> Уплата налога на прибыль Аукцион <b>ОБР-18</b> Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	8 000  10 000
29.04.2011	Оферта <b>Каспийская Энергия Финанс, 1</b> Оферта <b>Первобанк, БО-1</b> Оферта <b>Разгуляй-Финанс, 5</b> Возврат банкам средств с депозитов в ЦБР Возврат ВЭБу пенсионных средств с депозитов	1 000 1 500 2 000  18 300
02.05.2011	Погашение <b>Банк Союз, 3</b>	2 000
03.05.2011	Ломбардный аукцион ЦБР на 1 неделю, 3 месяца Погашение <b>Банк НФК, 3</b>	 2 000
04.05.2011	Аукцион 5-летних ОФЗ Погашение <b>ОФЗ-25062</b> Возврат ЦБР 3-месячных ломбардных кредитов	40 000 45 000
05.05.2011	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц Оферта <b>МКБ, 5</b>	 2 000
06.05.2011	Оферта <b>БИНБАНК, 2</b>	1 000
10.05.2011	Ломбардный аукцион ЦБР на 1 неделю	
11.05.2011	Аукцион 3-летних ОФЗ Возврат Фонду ЖКХ средств с депозитов	20 000 7 300
12.05.2011	Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	
16.05.2011	Оферта <b>Росбанк, 3</b> и <b>Росбанк, 5</b> Уплата страховых взносов в фонды	10 000
17.05.2011	Погашение <b>Мособлгаз, 1</b> Ломбардный аукцион ЦБР на 1 неделю	2 500
18.05.2011	Погашение <b>ИНПРОМ, 3</b> Аукцион 7-летних ОФЗ	1 300 20 000
19.05.2011	Оферта <b>МТС, 4</b> Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц	15 000
20.05.2011	Погашение <b>Национальный капитал, 2</b> Оферта <b>Авангард, 3</b> Оферта <b>Белон-Финанс, 2</b> Оферта <b>РЖД, 9</b> Уплата 1/3 НДС за 1-й квартал 2011 г.	3 000 1 500 2 000 15 000
24.05.2011	Погашение <b>Атомстройэкспорт-Финанс, 1</b> Ломбардный аукцион ЦБР на 1 неделю	1 500
25.05.2011	Погашение <b>НС-Финанс, 1</b> Уплата акцизов, НДС Аукцион 3-летних ОФЗ	2 000  20 000

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



## Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
28.04.2011	<b>АФК Система:</b> финансовые результаты по US GAAP	4К10 и 2010 г.
28.04.2011	<b>Газпром:</b> финансовые результаты по МСФО	4К10 и 2010 г.
апрель	<b>МДМ Банк:</b> финансовые результаты по МСФО	4К10 и 2010 г.
11.05.2011	<b>Магнит:</b> финансовые результаты по МСФО	1К11
12.05.2011	<b>РУСАЛ:</b> финансовые результаты по МСФО	1К11
13.05.2011	<b>НОВАТЭК:</b> финансовые результаты по МСФО	1К11

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



## Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1  
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

### Департамент анализа рыночной конъюнктуры

**Андрей Богданов**

начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

### Управление анализа фондового рынка

#### Стратегия на фондовом рынке

**Андрей Богданов****Анна Богдюкевич**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

#### Металлургия

**Сергей Канин**

+7 (495) 988 24 06

#### Химическая промышленность

**Алексей Астапов**

+7 (495) 428 49 33

#### Редакторская группа

**Татьяна Курносенко**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

#### Банковский сектор

**Андрей Клапко**

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

#### Макроэкономика

**Анна Богдюкевич**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

#### Транспорт и машиностроение

**Алексей Астапов**

+7 (495) 428 49 33

**Юлия Мельникова**

+7 (495) 980 43 81

#### Нефть и газ

**Иван Хромушин**

+7 (495) 980 43 89

**Александр Назаров**

+7 (495) 983 18 00 доб. 21476

#### Электроэнергетика

**Дмитрий Котляров**

+7 (495) 913 78 26

#### Телекоммуникации и медиа

**Андрей Богданов**

+7 (495) 988 23 44

**Анна Курбатова**

+7 (495) 913 78 85

### Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

**Алексей Дёмкин, CFA**

начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

#### Стратегия

**Павел Пикулев**

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

#### Кредитный анализ

**Яков Яковлев**

+7 (495) 988 24 92

**Юрий Тулинов**

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17

### Департамент рынков фондового капитала

**Константин Шапшаров**

директор

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

### Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

#### Продажи

**Мария Братчикова**

+7 (495) 988 24 03

**Артем Спасский**

+7 (495) 989 91 20

**Светлана Голодинкина**

+7 (495) 988 23 75

#### Трейдинг

**Денис Войниконис**

+7 (495) 983 74 19

### Департамент инструментов долгового рынка

**Павел Исаев**

начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

### Управление рынков заемного капитала

**Игорь Ешков**

начальник управления

+7 (495) 913 74 44

### Управление торговлей и продаж долговых инструментов

**Андрей Миронов**

начальник управления

+7 (495) 428 23 66

#### Продажи

**Илья Ремизов**

+7 (495) 988 23 73

**Дмитрий Кузнецов**

+7 (495) 428 49 80

**Вера Ярышкина**

+7 (495) 980 41 82

**Себастьян де Принсак**

+7 (495) 989 91 28

**Роберто Пещименти**

+7 (495) 989 91 27

#### Трейдинг

**Елена Капица**

+7 (495) 983 18 80

**Дмитрий Рябчук**

+7 (495) 719 17 74

### Управление рынков фондового капитала

**Виталий Зархин**

директор

+7 (495) 988 24 48

**Алексей Семенов**

директор

+7 (495) 989 91 34

### Управление электронной торговли

**Максим Малетин**

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

+8 (800) 200 70 88

broker@gazprombank.ru

#### Продажи

**Александр Лежнин**

+7 (495) 988 23 74

**Никита Иванов**

+7 (495) 989 91 29

**Анна Нифанова**

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 55

#### Трейдинг

**Денис Филиппов**

+7 (495) 428 49 64

**Дамир Терентьев**

+7 (495) 983 18 89

**Тимур Зубайраев**

+7 (495) 913 78 57

### Copyright © 2003 — 2011. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ПТБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ПТБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ПТБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ПТБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.