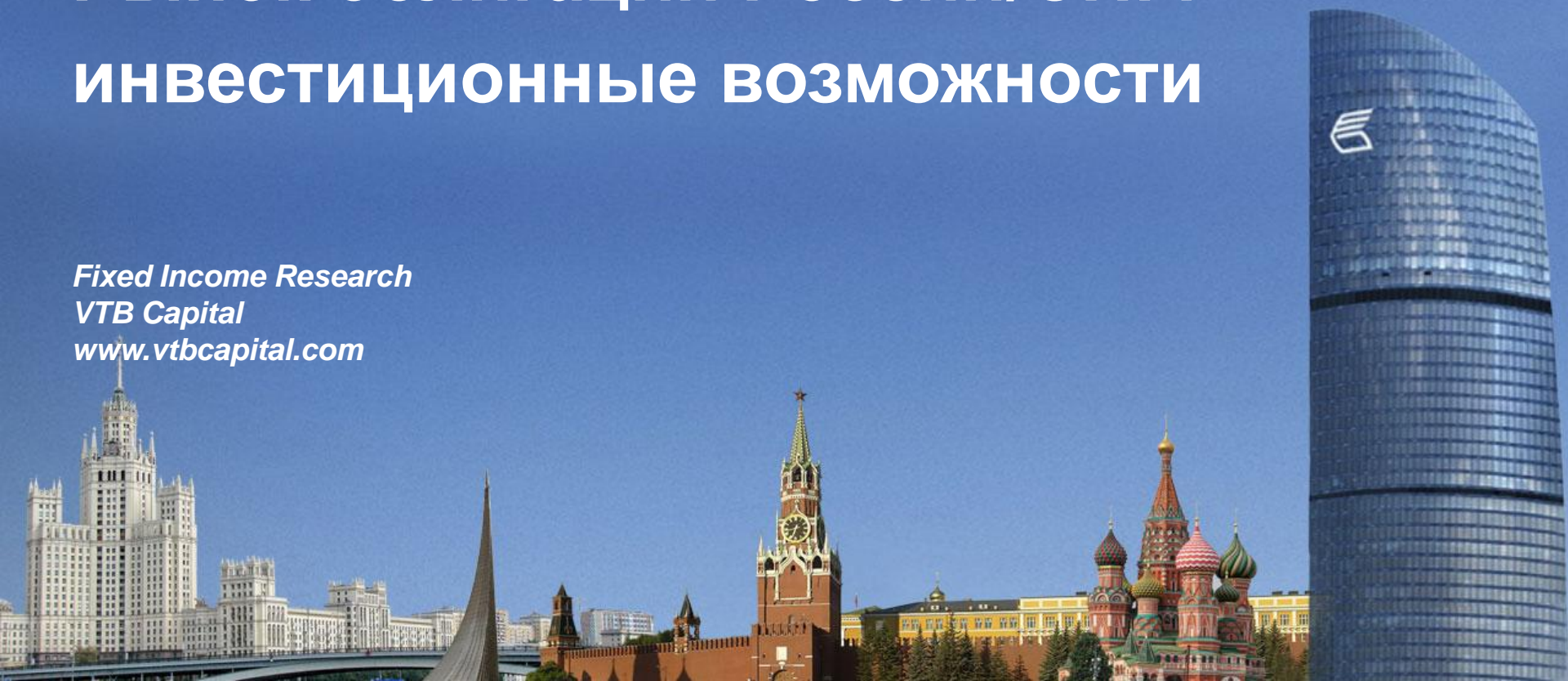


Рынок облигаций России/СНГ: ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ

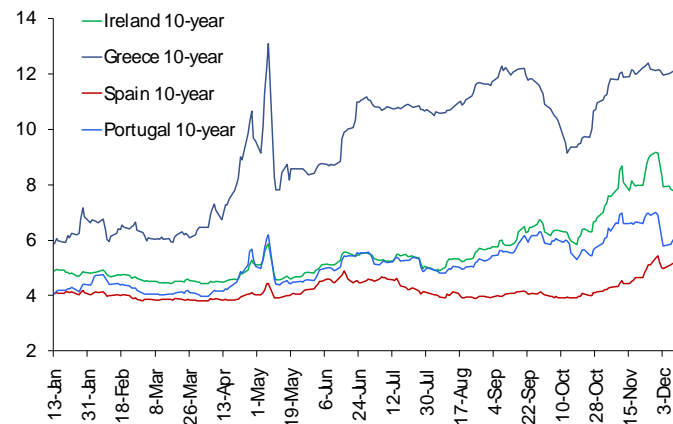
Fixed Income Research
VTB Capital
www.vtbcapital.com



Инвестиционные возможности ограничены

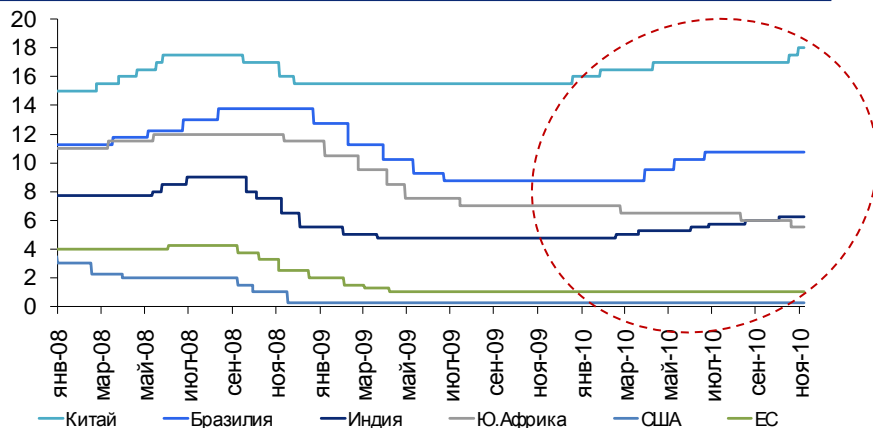
- Ключевые ставки большинства ЦБ достигли «дна» или прошли его
- Более 18 мес. на рынке ЕМ-облигаций не было больших потрясений; ценовых диспропорций все меньше
- Риск суверенного долгового кризиса в Европе остается высоким
- Возросла волатильность курса рубля

Доходность облигаций PIGS



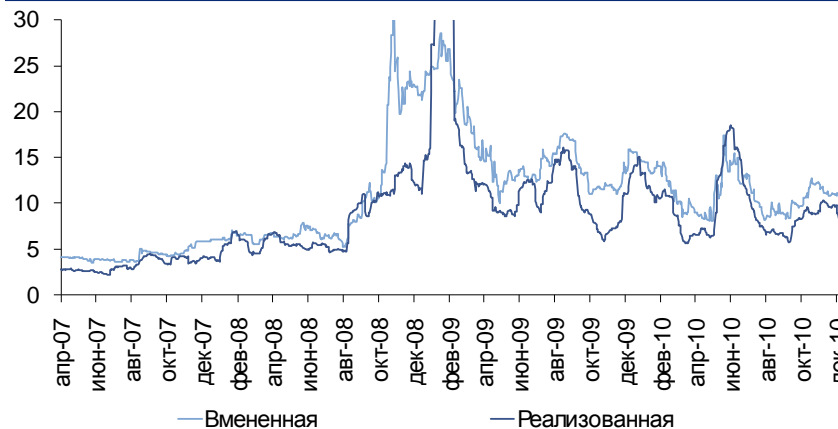
Источник: Bloomberg, ВТБ Капитал

Динамика мировых процентных ставок



Источник: ММВБ, ВТБ Капитал

USD/RUB 1-месячная волатильность

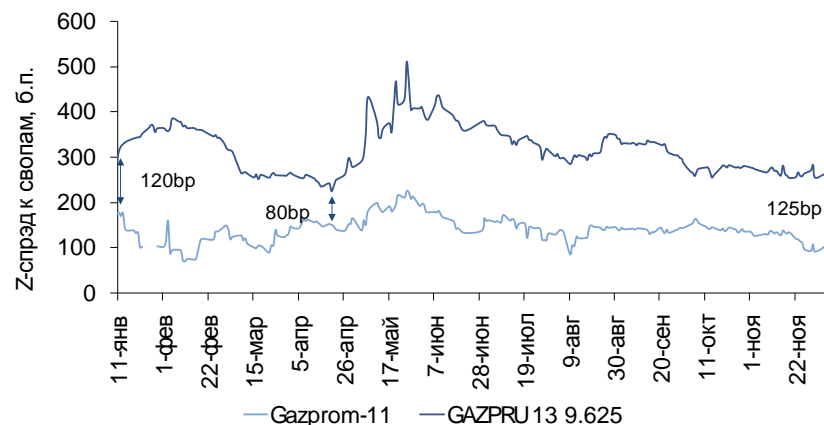


Источник: Bloomberg, ВТБ Капитал

Корпоративные рублевые облигации выглядят дорого

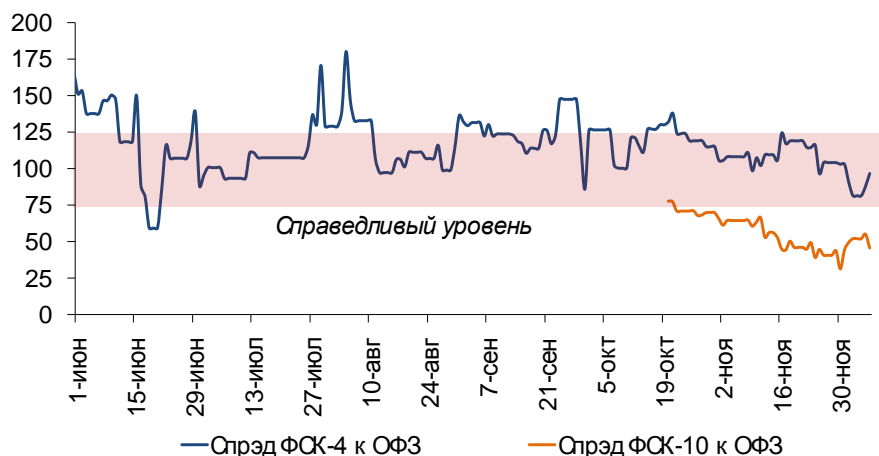
- Спрэды к свопам гораздо уже по сравнению с еврооблигациями
- Спрэды к ОФЗ находятся на исторических минимумах
- Структурные слабости рублевых облигаций никуда не исчезли

Газпром USD vs. RUB, спрэды к свопам



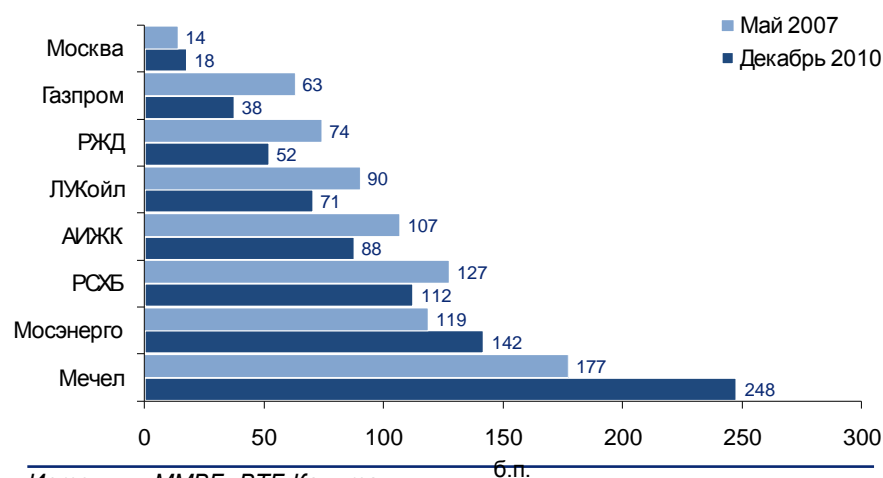
Источник: Bloomberg, ВТБ Капитал

Спрэд облигаций ФСК к ОФЗ



Источник: ММВБ, ВТБ Капитал

Динамика спрэдов к ОФЗ, 2007-2010

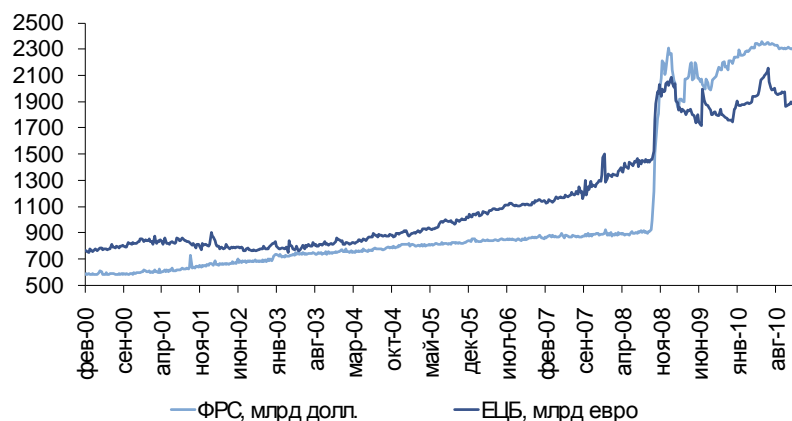


Источник: ММВБ, ВТБ Капитал

С другой стороны, есть и хорошие новости

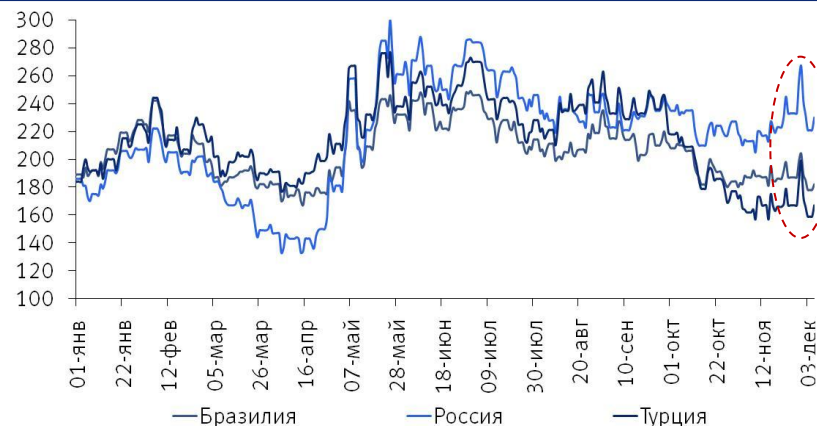
- В 2011 г. мы не ждем повышения ставок от ФРС, ЕЦБ; ЦБР вряд ли будет агрессивен
- Центробанки все смелее осуществляют политику «количественного ослабления»
- Кредитные метрики заемщиков стабильны или улучшаются
- Число эмитентов постепенно растет, что расширяет возможности выбора
- Кредитные спреды в еврооблигациях все еще интересны

Динамика баланса ФРС и ЕЦБ



Источник: Bloomberg, ВТБ Капитал

EMBI+Russia против других ЕМ



Источник: Bloomberg, ВТБ Капитал

Макропрогнозы ВТБ Капитал

	2011 г.	Сейчас
Темп роста мировой экономики	3.8%	4.8%
Ключевая ставка ФРС	0.00-0.25%	0.00-0.25%
Доходность 10-летних US Treasuries	3.15%	3.25%
Среднегодовая цена барреля нефти Brent, USD	\$85	\$80
Доходность 5-летних ОФЗ	7.75%	7.25%
Ставка овернайт аукционного репо ЦБ (мин.)	5.0%	5.0%
Инфляция в России	8.5%	8.1%
Темп роста ВВП России	4.0%	4.0%
Курс доллара	29.30	30.95
Стоимость бивалютной корзины	32.60	35.55

Источник: ВТБ Капитал



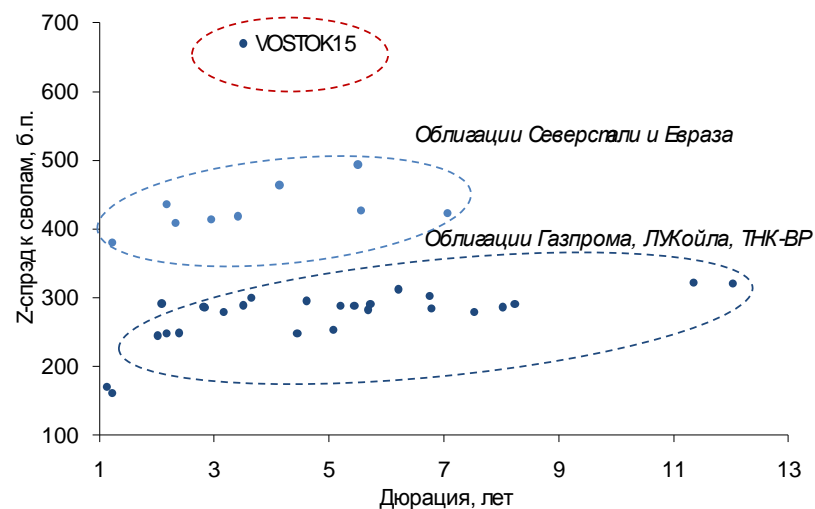
Рекомендации ВТБ Капитал на 2011 г.:

- В 1-м квартале не следует быть «полностью инвестированными», т.к. вероятно расширение спрэдов в связи с временным обострением долгового кризиса в Европе; использовать этот момент для увеличения позиций;
- Еврооблигации должны доминировать в портфеле; укрепление рубля желательно «отыгрывать» не через рублевые облигации

Alliance Oil (-/B+/B)

- Правительство отказалось от идеи регулирования цен на нефтепродукты, а это нанесло бы большой ущерб профилю компании
- Обсуждаемое повышение экспортных пошлин - существенно меньший риск (около 6% EBITDA в 2011 г.)
- Пик капвложений близок; скорый запуск Колвинского месторождения усилит денежный поток
- Структура долга достаточно благоприятна

Российские еврооблигации

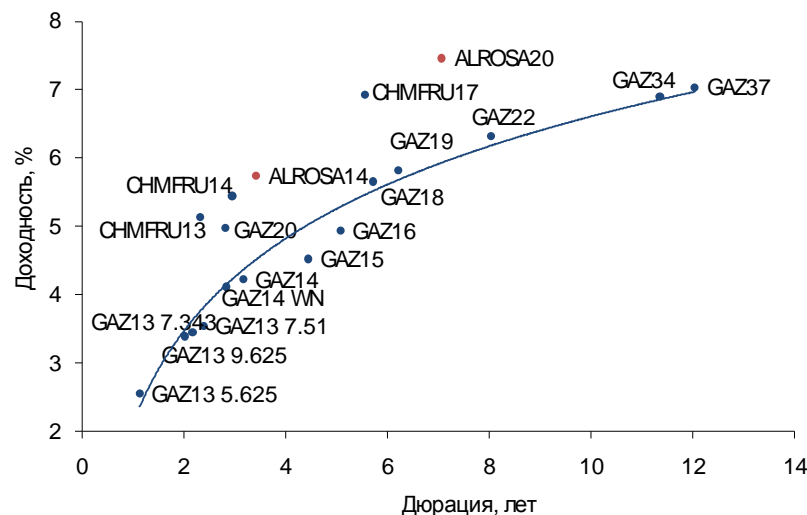


Источник: Bloomberg, ВТБ Капитал

АЛРОСА (Ва3/ВВ-/ВВ-)

- Быстрое улучшение кредитных метрик в 2009-2010 гг.
- Высокая степень господдержки, доказанная в кризис
- Одним из элементов новой стратегии является снижение долговой нагрузки
- АЛРОСА в ближайшее время останется достаточно «редким» заемщиком
- Еврооблигации компании должны торговаться под кривой Северстали, ближе к кривой Газпрома (сейчас спред около 120бп)

Долларовые облигации АЛРОСА

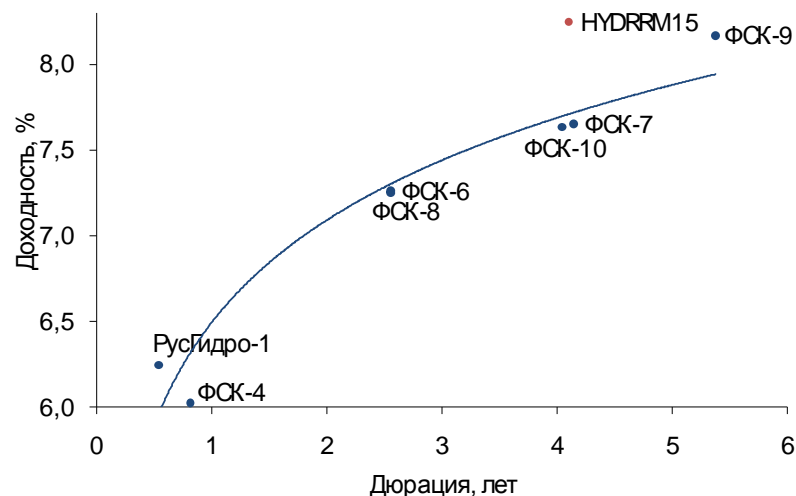


Источник: Bloomberg, ВТБ Капитал

РусГидро (Ba1/BB+/BB+)

- Российский производитель электроэнергии с наименьшей себестоимостью;
- Высокая операционная рентабельность; пока нулевая долговая нагрузка; компания намерена удерживать ее в пределах 2х
- Высокая степень господдержки; правительству принадлежит 58% акций
- Рейтинговые агентства чрезмерно эмоционально отреагировали на аварию на СШГЭС; мы ждем скорого возвращения компании в “investment-grade”
- «Редкий» риск в еврооблигациях; широкий спрэд к локальной кривой «голубых фишек» (около 70бп)

РусГидро vs. ФСК

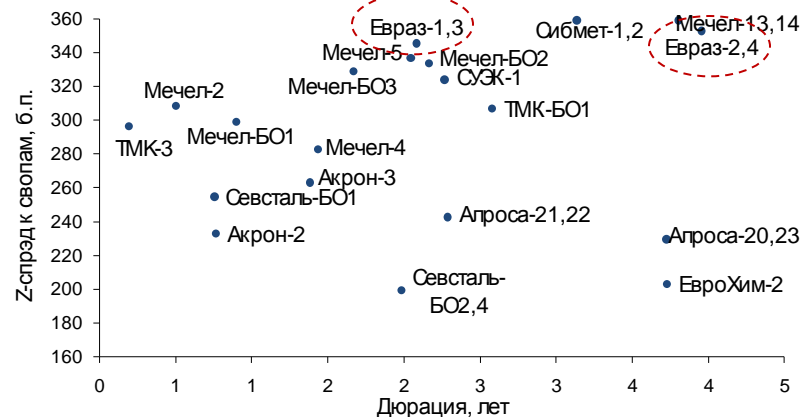


Источник: Bloomberg, ММББ, ВТБ Капитал

ЕВРАЗ (B1/B/B+)

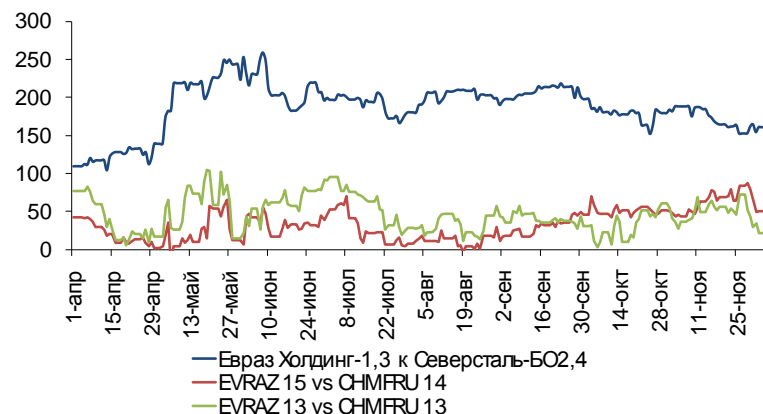
- Компания доказала, что умеет сокращать долговую нагрузку и улучшать структуру долга; «делевеидж» остается приоритетом финансовой политики
- Мы позитивно оцениваем перспективы цен на сталь
- Рейтинговые агентства должны наконец отразить прогресс компании в улучшении кредитных метрик
- Спрэд между рублевыми бумагами Евраз и Северстали выглядит избыточным; кредитные профили двух компаний очень схожи

Рублевые облигации Евраз



Источник: ММББ, ВТБ Капитал

Спрэд облигаций Евраз к Северстали

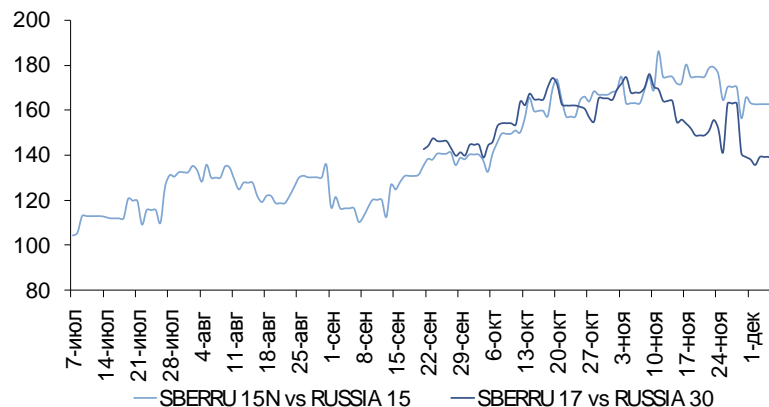


Источник: Bloomberg, ММББ, ВТБ Капитал

Сбербанк (A3/-/BBB+): в 11 г. предложения будет немного

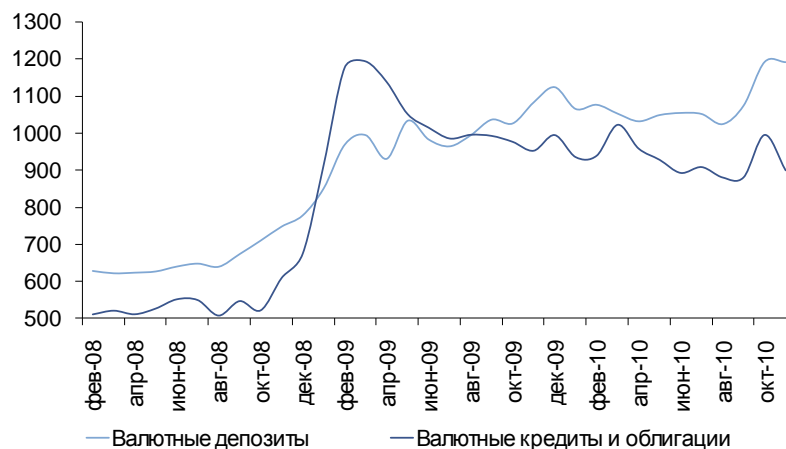
- Пассивы (81%) и активы банка (82%) в основном номинированы в рублях
- В 2009-2010 происходила конвертация депозитов обратно в рубли
- Пиковый рост спроса на валютные кредиты под M&A-сделки вынудил банк активно занимать на внешнем рынке в 2010 г. (около \$5 млрд.)
- Ориентир по заимствованиям на 2011 г. существенно скромнее (Б.И. Златкис: \$2-4b), а значит – меньше нового предложения в ближайшее время
- Самый сильный квазисуверенный заемщик. Спрэд облигаций к суверену (140-160б.п.) гораздо шире спрэдов CDS (40-60б.п.).

Спрэд Сбербанка к суверенной кривой



Источник: Bloomberg, ВТБ Капитал

Валютные активы и пассивы Сбербанка

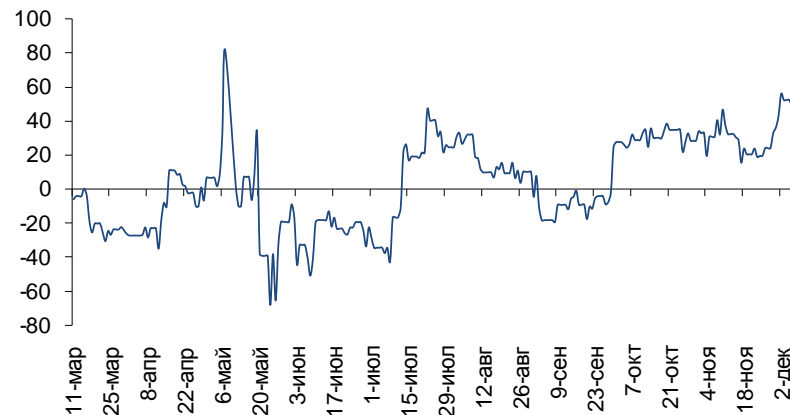


Источник: Компания, ВТБ Капитал

Альфа-Банк (Ba1/B+/BB): лучший среди частных

- Очень высокий уровень поддержки акционеров и государства (добавили \$2 млрд. в капитал в ходе кризиса); высокая достаточность капитала (18.9%)
- Один из немногих банков, увеличивших маржу в 1пол. 2010 – до 6.5%
- Честность в отражении качества активов (пик «просрочки» – 17% в середине 2009 г.), с тех пор банк успешно улучшал качество активов; вероятен роспуск резервов
- Еврооблигации торгуются с премией к корпоративным бумагам с сопоставимыми или более низкими рейтингами

Спрэд ALFARU 15N к EVRAZ 15

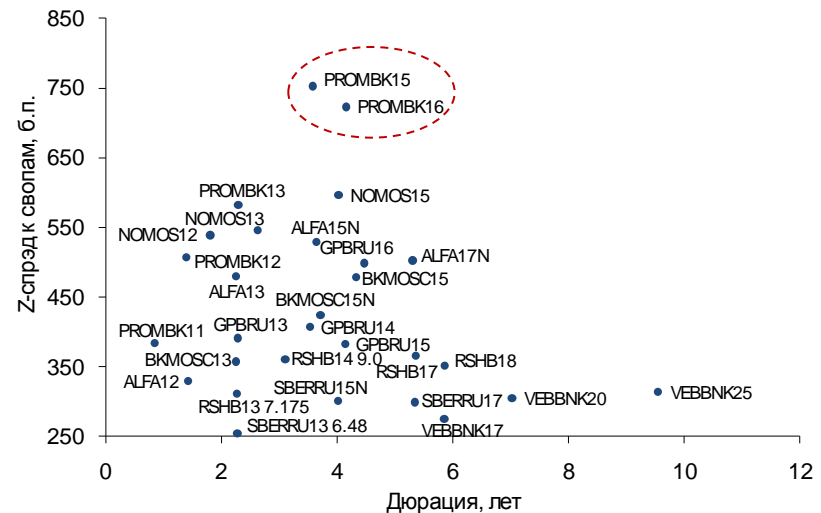


Источник: Bloomberg, ВТБ Капитал

«Суборды» Промсвязьбанка (Ba2/-/B+)

- 2^{ой} крупнейший частный банк (активы \$16 млрд.), 27% доля Commerzbank и EBRD
- В 2009 г. убытки из-за ухудшения качества активов, в 1 пол. 2010 г. – существенное улучшение
- Отсутствие проблем с фондированием и ликвидностью
- Политика акционеров – относительно низкий капитал 1-го уровня и использование субординированного долга в капитале в рамках разрешенного максимума
- Избыточная доходность по облигациям среди прочего объясняется слабым спросом банков (невыгодно по регулятивным причинам)

Долларовые банковские облигации

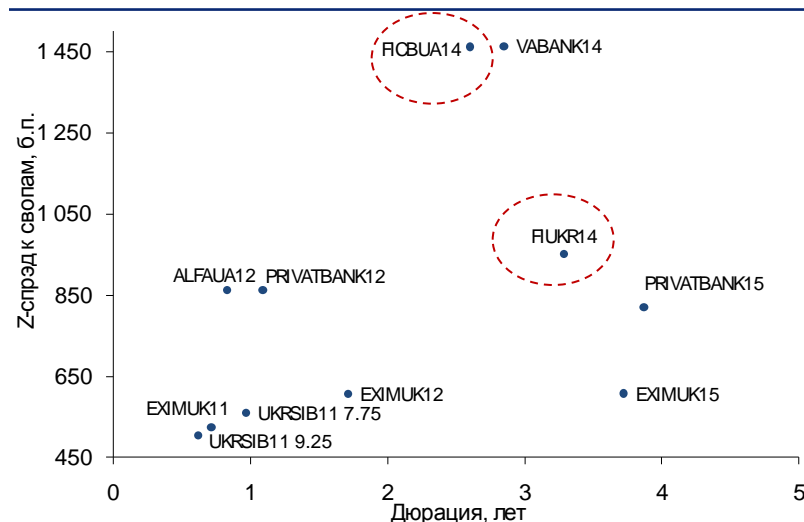


Источник: Bloomberg, БТБ Капитал

ПУМБ (В2) и выпуск FIUKR 14

- Банк контролируется крупнейшей в Украине частной группой СКМ. В нее, среди прочего, входят корпорации МетИнвест и ДТЭК
- ПУМБ объединяется с Донгорбанком; сделку планируется завершить в середине 2011 г.
- Pro-forma достаточность капитала объединенного банка на сегодняшний день – более 20%
- На наш взгляд, банк вполне адекватно раскрывает уровень просрочки (26% на конец 2009 г.)
- Спрэд облигаций ПУМБа к бумагам родственным МетИнвеста и ДТЭКа выглядит избыточным

Украинские долларовые облигации

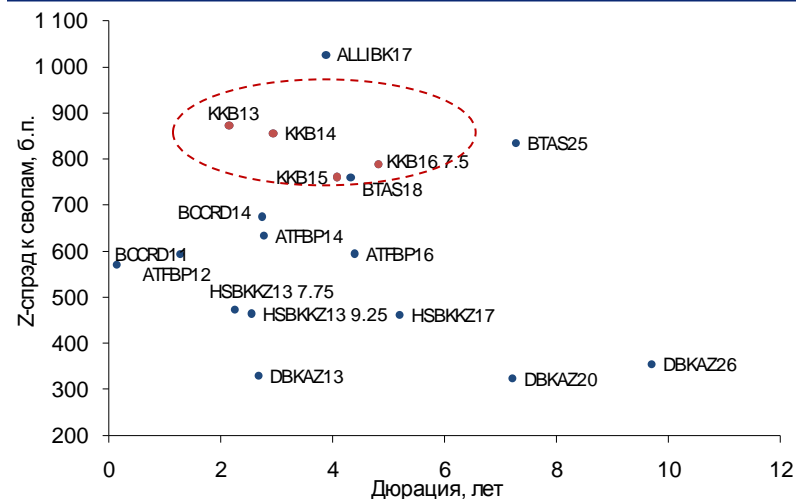


Источник: Bloomberg, БТБ Капитал

Казкоммерцбанк (B2/B/B-)

- Подушка ликвидности (около \$3 млрд.) более чем достаточна для выплат «оптовых» долгов в 2011 г. и части депозитов КМГ
- Государство присутствует в капитале банка и оказывает ему реальную поддержку по монетизации кредитного портфеля
- Отказ банка от размещения еврооблигаций осенью 2010 г. свидетельствует об отсутствии у ККБ потребностей привлекаться любой ценой

Казахстанские облигации



Источник: Bloomberg, БТБ Капитал



Спасибо!

The top of the page features a blue header with a white VTB Capital logo on the right, which includes a stylized 'V' and 'B' inside a circle. Below the logo is a photograph of a modern glass skyscraper.

VTB Capital

VTB Capital and/or any of its worldwide affiliates (collectively, the “VTB Group”) do and seek to do business with companies covered in their research reports. Thus, investors should be aware that the VTB Group may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this research report.

Investors should consider this research report as only a single factor in making their investment decision. This research report is for information purposes only and does not constitute nor is it intended as an offer or solicitation for the purchase or sale of securities or other financial instruments. Neither the information contained in this research report nor any future information made available with the subject matter contained herein will form the basis of any contract. Information and opinions contained herein have been compiled or arrived at by VTB Capital from publicly available information and sources that VTB Capital believes to be reliable. Whilst every care has been taken in preparing this research report, no research analyst, director, officer, employee, agent or adviser of any member of the VTB Group gives or makes any representation, warranty or undertaking, whether express or implied, and accepts no responsibility or liability as to the reliability, accuracy or completeness of the information set out in this research report. Any responsibility or liability for any information contained herein is expressly disclaimed. All information contained herein is subject to change at any time without notice. No member of the VTB Group has an obligation to update, modify or amend this research report or to otherwise notify a reader thereof in the event that any matter stated herein, or any opinion, projection, forecast or estimate set forth herein, changes or subsequently becomes inaccurate, or if research on the subject company is withdrawn. Furthermore, past performance is not indicative of future results.

The investments and strategies discussed herein may not be suitable for all investors or any particular class of investor. Investors should make their own investment decisions using their own independent advisors as they believe necessary and based upon their specific financial situations and investment objectives when investing. Investors should consult their independent advisors if they have any doubts as to the applicability to their business or investment objectives of the information and the strategies discussed herein. This research report is being furnished to certain persons as permitted by applicable law, and accordingly may not be reproduced or circulated to any other person without the prior written consent of a member of the VTB Group. This research report may not be relied upon by any retail customers or persons to whom this research report may not be provided by law. Unauthorised use or disclosure of this research report is strictly prohibited. Members of the VTB Group and/or their respective principals, directors, officers and employees (including, but not limited to, persons involved with the preparation or issuance of this research report) may own, have positions or effect transactions in the securities or financial instruments referred to herein or in the investments of any issuers discussed herein, may engage in securities transactions in a manner inconsistent with the research contained in this research report and with respect to securities or financial instruments covered by this research report, may sell to or buy from customers on a principal basis and may serve or act as director, placement agent, advisor or lender, or make a market in, or may have been a manager or a co-manager of the most recent public offering in respect of any investments or issuers of such securities or financial instruments referenced in this research report or may perform any other investment banking or other services for, or solicit investment banking or other business from, any company mentioned in this research report. Disclosures of conflicts of interest, if any, are found at the end of the text of this research report. Members of the VTB Group may have acted upon or used the information or conclusions contained in this research report, or the research or analysis on which they are based, before publication of this research report. Investing in the Russian Federation, its markets and in Russian securities and financial instruments involves a high degree of risk, and many persons, physical and legal, may be restricted from dealing in the securities markets of the Russian Federation. Investors should perform their own due diligence before investing. It is particularly important to note that securities and financial instruments denominated in foreign currencies and ADRs and other investments discussed herein are subject to exchange rate fluctuations that may adversely affect the value of the investment. The value of investments may fall as well as rise and investors may not get back the amount invested. Prices and availability of securities, financial instruments or investments are also subject to change without notice. The views and opinions expressed in this research report accurately reflect the personal views of the authors of this research report about the subject investments, securities and financial instruments and issuers and do not necessarily reflect the views of any member of the VTB Group. No part of the compensation of the authors of this research report was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in the research report. By accepting this research report, you agree to be bound by the foregoing limitations. This material is not intended for the use of private investors.

In the United Kingdom this report is approved and/or communicated by VTB Capital plc London, a member of the London Stock Exchange and authorized & regulated by the Financial Services Authority for the conduct of investment business in the UK. This report is intended for those persons that would be classified as Eligible Counterparties or Professional Clients under the Financial Services Authority's Conduct of Business rules.”

In connection with distribution of this material in the United States: VTB Capital is NOT a member of SIPC or FINRA and is not registered with the US Securities and Exchange Commission. This material is intended solely for persons who meet the definition of Major US Institutional Investor under Rule 15a-6 or persons listed under Rule 15a-6 (a)(4). This material should not be construed as a solicitation or recommendation to use VTB Capital to effect transactions in any security mentioned herein.

This research report is distributed in Singapore by VTB Capital Plc to accredited investors, expert investors or institutional investors only (as defined in the applicable Singapore laws and regulations and is not intended to be distributed directly or indirectly to any other class of person). Recipients of this report in Singapore are to contact VTB Capital Plc, Singapore branch in respect of any matters arising from, or in connection with, this report.

Copyright © 2010 by VTB Capital. All rights reserved. Please cite source when quoting.



VTB Capital Offices

VTB Capital

Federation Tower West
12, Presnenskaya emb.
Moscow, 125047, Russia
Phone: +7 495 960 9999
www.vtbcapital.com

VTB Capital plc

Office 403
Currency House, Tower 2
DIFC
P.O. Box 482088
Dubai, UAE
Phone.: +971 (4) 377 0777
www.vtbcapital.com

VTB Capital plc

14 Cornhill
London EC3V 3ND
Phone: +44 (0) 20 3334 8000
Fax: +44 (0) 20 3334 8900
www.vtbcapital.com

VTB Capital plc

9 Battery Road #27-01
Straits Trading Building
Singapore 049910
Phone: +65 6220 9422
Fax: +65 6225 0140
www.vtbcapital.com