

# Облигации стран СНГ

## История может повториться

Апрель 2011

Александр Кудрин, руководитель отдела анализа долговых обязательств

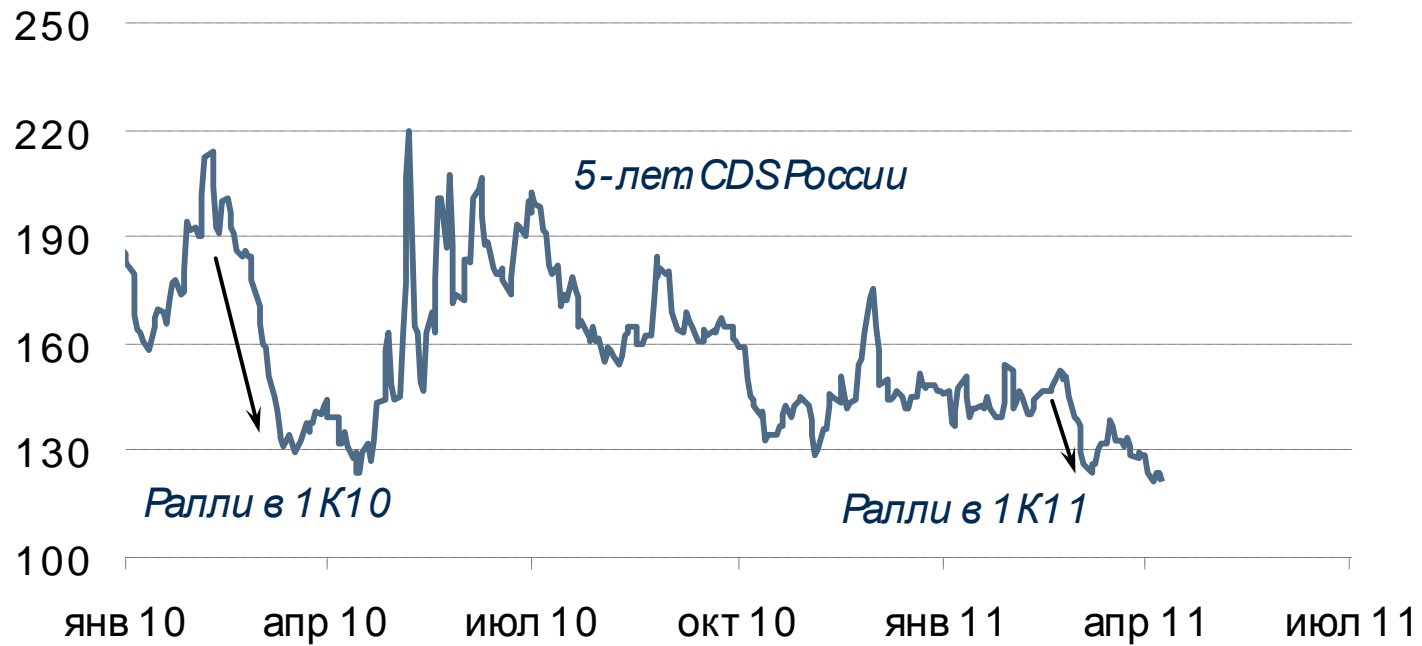


**Тройка** Диалог

# История может повториться

- **Рынок еврооблигаций СНГ хорошо проявил себя в 1K11.** Политическая нестабильность на Ближнем Востоке и в Северной Африке привела к перераспределению активов из этого региона в пользу других развивающихся рынков, и спреды CDS сильно сузились.
- **В результате также существенно подорожала нефть** – это хорошо сказалось на российских и казахстанских облигациях. Кроме того, спрос был равномерно распределен по активам в твердой валюте и в местных валютах.
- **Ввиду высоких цен на нефть Россия, вероятно, сократит программу заимствований** – не исключено, что лимит на 2011 год будет уменьшен с \$7 млрд. до \$2–3 млрд. Одновременно с этим государство может сосредоточиться на пополнении Резервного фонда.
- **Украина и Белоруссия на разных полюсах.** Украинский CDS снизился до наименьшего уровня за два года, заемщики активно размещают новые бумаги. По белорусским суверенным облигациям ударил негативный новостной поток.
- **Активность на первичном рынке еврооблигаций в 1K11 была высокой:** совокупный объем размещений достиг \$13 млрд. Появилось несколько новых эмитентов. Инвесторы выбирали более доходные активы и на первичном, и на вторичном рынке.
- **Год тому назад ситуация была схожей, и это привело к крупной распродаже в мае.** Рекомендуем иметь это в виду и проявлять осторожность.

# В мае прошлого года ралли сменилось распродажей



Источник: компания, Тройка Диалог

# Пока что на рынке все в порядке

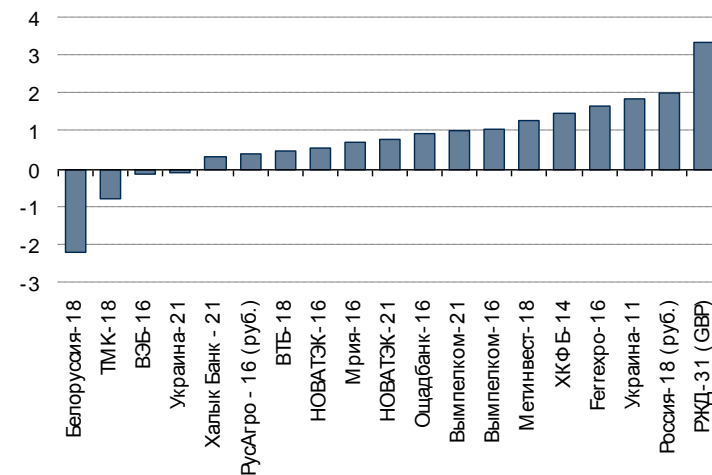
- **Обилие ликвидности в мировой финансовой системе побуждает инвесторов искать новые объекты вложения.** В начале года многие придерживались сравнительно консервативного подхода, а затем увеличили инвестиции в активы развивающихся рынков. В результате спреда и доходности целого ряда еврооблигаций снизились до исторических минимумов.
- **Рост цен на нефть умерил склонность к заимствованиям** компаний энергетического сектора и государств, чьи бюджеты сильно зависят от нефти (в СНГ это страны с рейтингом инвестиционного уровня). Это позволило выйти на первичный рынок заемщикам с менее высоким рейтингом.
- **Динамика новых еврооблигаций в большинстве случаев была хорошей.** Однако объем размещения, как правило, был недостаточным для того, чтобы обеспечить хорошую ликвидность.

Доходность к погашению Евраз-18



Источник: Bloomberg

Динамика еврооблигаций после размещения в 1K11\*

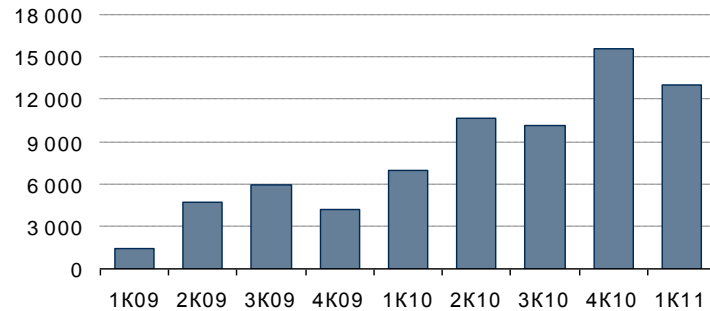


\* За неделю после размещения.

Источник: Bloomberg

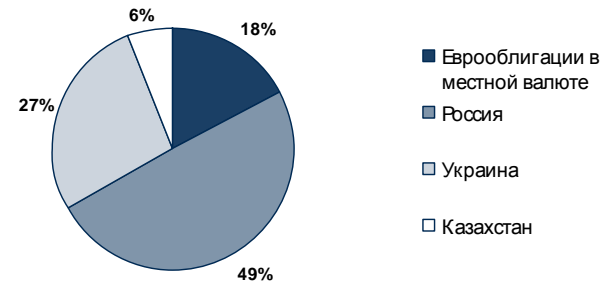
# Структура первичного рынка еврооблигаций

Первичные размещения еврооблигаций,  
\$ млн.



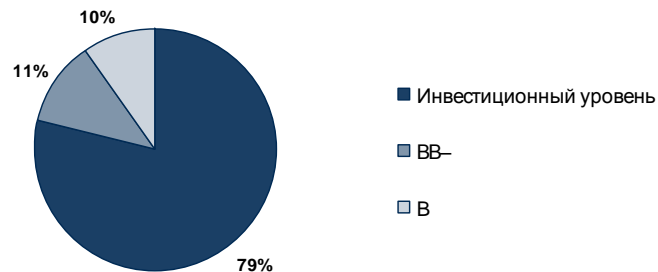
Источник: Тройка Диалог

Структура рынка по странам в 1K11



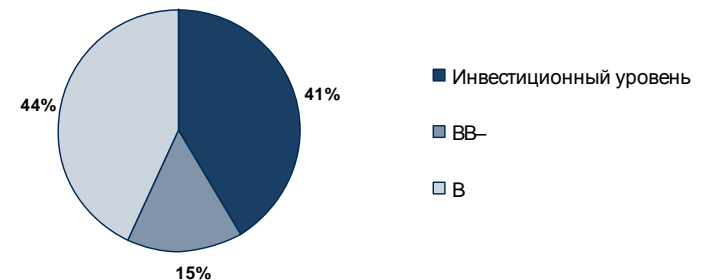
Источник: Тройка Диалог

Структура рынка по рейтингу в 1K10



Источник: Тройка Диалог

Структура рынка по рейтингу в 1K11



Источник: Тройка Диалог

# В ходе распродажи 2010 года динамика бумаг с менее высоким рейтингом была хуже

	Страна	Дата размещ.	Изменение цены, п. п. *	Изменение доходности, б. п. *
<b>Суверенные облигации</b>				
Россия-15	Россия	22.04.10	-0,81	20
Россия-20	Россия	22.04.10	-0,94	13
<b>Квасисуверенные облигации</b>				
РЖД-17	Россия	26.03.10	-1,56	28
Укрэксимбанк-15	Украина	15.04.10	-3,75	99
НК КМГ - 20	Казахстан	28.04.10	-1,19	16
Казатомпром-15	Казахстан	13.05.10	2,15	-52
<b>Облигации компаний с рейтингом В или чуть выше</b>				
НК Альянс	Россия	11.03.10	-4,81	126
Альяна Банк - 17	Казахстан	26.03.10	-10,63	333
ДТЭК-15	Украина	22.04.10	-6,19	167
МХП-15	Украина	22.04.10	-3,79	105
Метинвест-15	Украина	14.05.10	-2,79	75

\* С 30 апреля по 16 июня 2010 года.

Источник: *Тройка Диалог*

# План первичных размещений российских эмитентов по-прежнему обширен

	Сектор	Статус	Объем, \$ млн.	Срок размещ.
<b>Россия</b>				
ТМК	Металлургия	Завершено	800	Янв 2011
Вымпелком	Телекоммуникации	Завершено	1 500	Янв 2011
Банк Москвы	Финансовые услуги	Завершено	SGD 1 500 млн.	Янв 2011
НОВАТЭК	Нефть и газ	Завершено	1 350	Янв 2011
ВЭБ	Финансовые услуги	Завершено	CHF 500 млн.	Фев 2011
ВТБ	Финансовые услуги	Завершено	750	Фев 2011
Россия	Государство	Завершено	40 000 млн. руб.	Фев 2011
РЖД	Транспорт	Завершено	GBP 350	Мар 2011
Россельхозбанк	Финансовые услуги	Завершено	20 000 млн. руб.	Мар 2011
ХКФБ	Финансовые услуги	Завершено	500	Мар 2011
Евраз Груп	Металлургия	Готовится роуд-шоу	350-500	Апр 2011
ТКС Банк	Финансовые услуги	Идет роуд-шоу	150-200	Апр 2011
Renaissance Capital Holdings	Финансовые услуги	Идет роуд-шоу	150-300	Апр 2011
Промсвязьбанк	Финансовые услуги	Идет роуд-шоу	до 500	Апр 2011
ЛОКО Банк	Финансовые услуги	Идет роуд-шоу (суборд. облигации 2-го уровня)	50	Апр 2011
Альфа-Банк	Финансовые услуги	Рейтинг	до 1 000	Апр 2011
Магнитогорский МК	Металлургия	Неофициальное заявление компании	500-700	2К11
Россия	Государство	Заложено в бюджет, объем – оценка Тройки Диалог	2 000 -3 000	2К-4К11
МегаФон	Телекоммуникации	Неофициальное заявление компании	500-1 000	2011
ЛУКОЙЛ	Нефть и газ	Оценка Тройки Диалог	1 000-1 500	1П11
Газпром	Нефть и газ	Оценка Тройки Диалог	1 000	4К11
ЕвроХим	Химическая пром-ть	Оценка Тройки Диалог	300-500	2011
ОК РУСАЛ	Металлургия	Неофициальное заявление компании	1 000-2 000	2011
Альфа-Банк	Финансовые услуги	Неофициальное заявление компании	500 -1 000	2011
Банк "Санкт-Петербург"	Финансовые услуги	Неофициальное заявление компании	300-500	2011
МДМ Банк	Финансовые услуги	Неофициальное заявление компании	200-500	2011
Сбербанк	Финансовые услуги	Оценка Тройки Диалог	1 000	2011
Россельхозбанк	Финансовые услуги	Оценка Тройки Диалог	500-1 000	2011
ВЭБ	Финансовые услуги	Оценка Тройки Диалог	4 000	2011
ВТБ	Финансовые услуги	Оценка Тройки Диалог	2 000	2011

Источник: Тройка Диалог

# Не меньше и плановый объем размещений в СНГ

	Сектор	Статус	Объем, \$ млн.	Срок размещ.
<b>Казахстан</b>				
Халык Банк	Финансовые услуги	Завершено	500	Янв 2011
Банк развития Казахстана	Финансовые услуги	Завершено (доразмещение БРК-15)	277	Янв 2011
ENRC	Металлургия	Роуд-шоу завершено, размещение отложено	500-1 000	Неясно
Казкоммерцбанк	Финансовые услуги	Роуд-шоу завершено, размещение отложено	750	1П11
НК "КазМунайГаз"	Нефть и газ	Оценка Тройки Диалог	1 500-2 000	2011
<b>Украина</b>				
Украина	Государство	Завершено	2 100	Янв-фев. 11
Ощадбанк	Финансовые услуги	Завершено	500	Мар 2011
Метинвест	Металлургия	Завершено	750	Фев 2011
Укрэксимбанк	Финансовые услуги	Завершено	УАН2 400	Фев 2011
Феггехро	Металлургия	Завершено	500	Мар 2011
Агрохолдинг "Мрия"	Сельское хозяйство	Завершено	250	Мар 2011
Киев	Муниципальный заемщик	Готовится роуд-шоу	300	Апр 2011
Украина	Государство	Заложено в бюджет	2 000 - 2 500	2К-3К11
Агротон	Сельское хозяйство	Неофициальное заявление компании	50	2011
Авангард	Сельское хозяйство	Неофициальное заявление компании	200-300	2011
Банк "Пивденный"	Финансовые услуги	Неофициальное заявление компании	100-200	2011
ДТЭК	Металлургия	Выдан мандат	300-500	2011
Kernel Holding	Сельское хозяйство	Неофициальное заявление компании	150-200	2011
Мегабанк	Финансовые услуги	Неофициальное заявление компании	100-200	2011
Нибулон	Сельское хозяйство	Неофициальное заявление компании	100-200	2К-3К11
Rise	Сельское хозяйство	Неофициальное заявление компании	100-200	2011
<b>Белоруссия</b>				
Белоруссия	Государство	Завершено	800	Янв 2011
Беларусбанк	Финансовые услуги	Неофициальное заявление компании	100-150	2011
Белагропромбанк	Финансовые услуги	Неофициальное заявление компании	200	2011
<b>Прочие</b>				
Азербайджанские железные дороги	Транспорт	Завершено	125	Фев 2011
Грузия	Государство	Завершено	500	Апр 2011
Bank of Georgia	Финансовые услуги	Неофициальное заявление компании	100-200	2011

Источник: Тройка Диалог



# Уточненная программа заимствований России

- Изначально в бюджет на 2011 год был заложен дефицит в размере \$60 млрд. (при средней цене нефти в \$75 / барр.; цена нефти, при которой бюджет бездефицитен, примерно равна \$105 / барр.). Государство намеревалось разместить еврооблигаций на сумму до \$7 млрд. и рублевых бумаг на сумму до 1,7 трлн. (\$61 млрд.).
- Во втором полугодии 2011 года расходы бюджета, вероятно, увеличатся на \$10–11 млрд. руб. Доходы от экспорта нефти планируется направить в Резервный фонд (его объем увеличится с \$26 млрд. до \$50 млрд.) и на финансирование бюджетного дефицита (на эти цели предназначены и новые заимствования).
- В феврале правительство сократило программу заимствований на 500 млрд. руб. (\$18 млрд.), а до конца второго квартала ожидается еще одно сокращение. Мы полагаем, что объем программы внутренних займов будет уменьшен до 1,0–1,3 млрд. руб. (\$36–43 млрд.), а внешних – до \$2–3 млрд.
- В Минфине произошли структурные изменения: заместитель министра Сергей Сторчак теперь курирует государственные заимствования. По его словам, России следует регулярно размещать еврооблигации в объеме \$2–5 млрд. (номинарованные в долларах, евро и рублях). Велика вероятность того, что до конца года Россия разместит еврооблигации в твердой валюте.

# Цена Юралз достаточно высока



Источник: Bloomberg

# Финансирование дефицита бюджета в 2011 году при цене нефти в \$85–105 за баррель

	Официальный прогноз	Прогноз Тройки Диалог		
Цена Юралз, \$ / барр.	75	85	95	105
Дефицит бюджета	1 814	1 300	700	0
Поступления от приватизации	138	298	206	138
Чистые внешние заимствования	46	46	46	-14
Валовые внешние заимствования	210	210	210	150
Чистые внутренние заимствования	1 341	398	448	498
Валовые внутренние заимствования	1 643	700	750	800
Использование средств Резервного фонда	284	553	0	-622
Остатки в Резервном фонде на конец 2011 года	491	222	775	1 397
Использование средств Фонда нац. благосостояния	5	5	0	0
Остатки в Фонде нац. благосостояния на конец 2011 года	2 691	2 691	2 696	2 696

Примечание. При курсе рубля к доллару в 30,0.

Источник: Минфин, Тройка Диалог

# Как Минфин управляет ликвидностью

- **Государство очень активно размещает рублевые облигации.** С начала года уже размещено бумаг более чем на 200 млрд. руб. (правда, в основном краткосрочных).
- **Минфин размещает средства на депозитах в коммерческих банках.** На них направляется примерно 63% средств, полученных от первичного размещения ОФЗ. Таким образом, государству не нужны новые заимствования – оно может использовать уже имеющиеся каналы.
- **Минфин уделяет больше внимания внутреннему рынку.** Риск роста процентных ставок остается высоким, и правительство стремится занять впрок. Вероятно, уже до конца второго квартала будет размещен новый выпуск суверенных еврооблигаций.

## Размещение суверенных облигаций в 2011 году

	Срок обрац., годы	Объем, млрд. руб.	Доходность к погашению
19 января 11	3	29,81	7,03
26 января 11	5	7,42	7,63
2 февраля 11	2	53,24	6,47
9 февраля 11	3	33,76	7,09
9 февраля 11	2	46,50	6,45
16 февраля 11	5	29,79	7,57
2 марта 11	5	18,38	7,62
9 марта 11	3	28,67	6,83
16 марта 11	5	10,22	7,60
23 марта 11	7	24,76	7,89
30 марта 11	5	9,72	7,55
30 марта 11	4	9,60	7,21
6 апреля 11	7	18,95	7,61
13 апреля 11	10	17,21	7,99
<b>Всего</b>		<b>338,02</b>	

Источник: Минфин

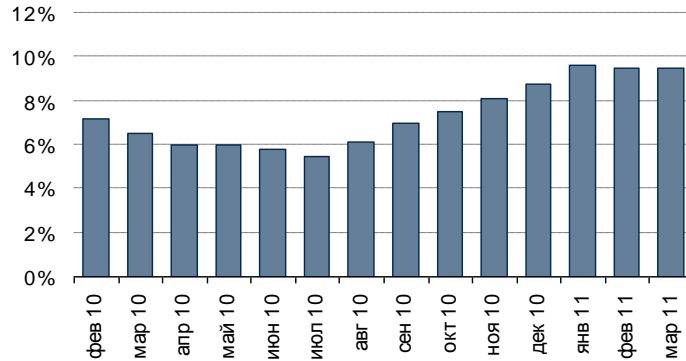
## Размещение средств Минфина на депозитах банков в 2011 году

	Срок обрац., годы	Объем, млрд. руб.	Доходность к погашению
8 февраля 11	0,5	78,90	4,70%
15 февраля 11	0,8	30,00	5,17%
2 марта 11	0,5	20,00	5,45%
9 марта 11	0,5	5,65	4,75%
15 марта 11	0,6	19,30	4,75%
22 марта 11	0,6	21,10	4,80%
29 марта 11	0,7	38,00	4,80%
<b>Всего</b>		<b>212,95</b>	

Источник: Минфин

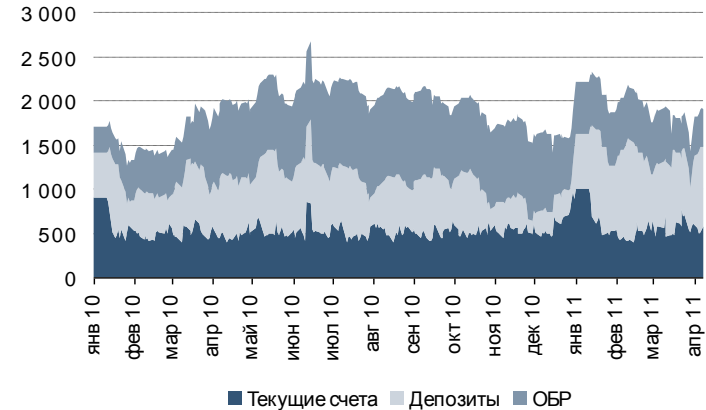
# Индикаторы рынка рублевого долга

Индекс потребительских цен, г / г



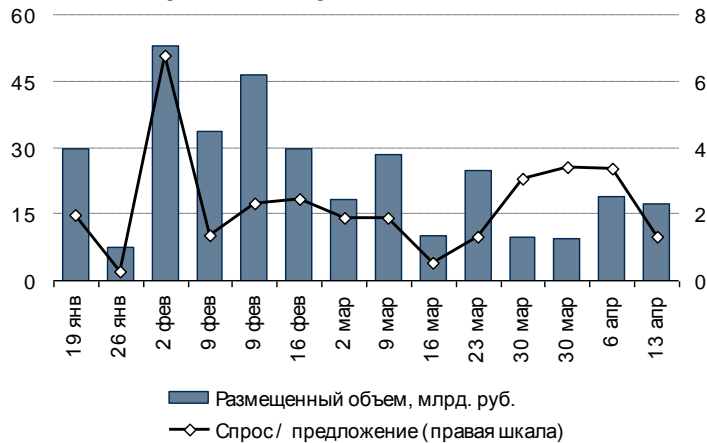
Источник: Росстат

Добровольные резервы, млрд. руб.



Источник: ЦБ

Первичные размещения ОФЗ



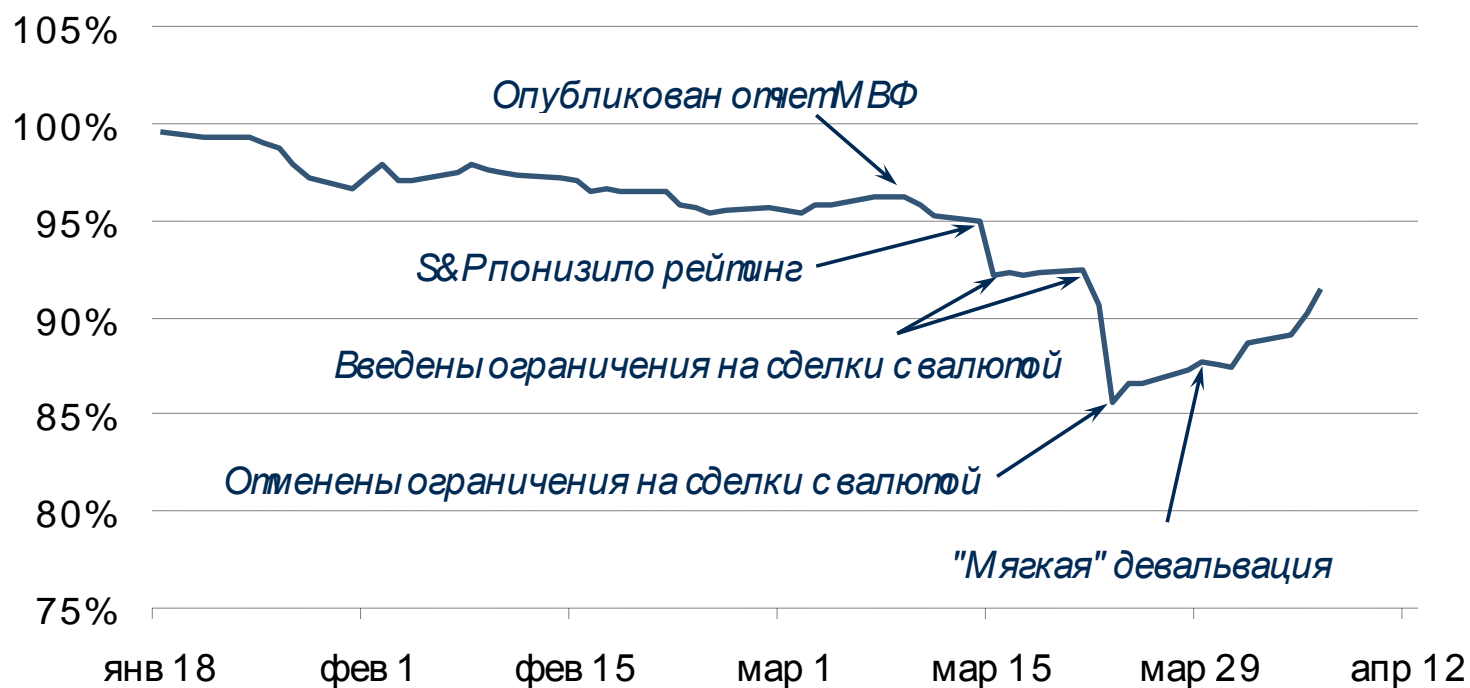
Источник: Минфин

Курс рубля к бивалютной корзине



Источник: Минфин

# Белоруссия-18: череда падений и восстановлений

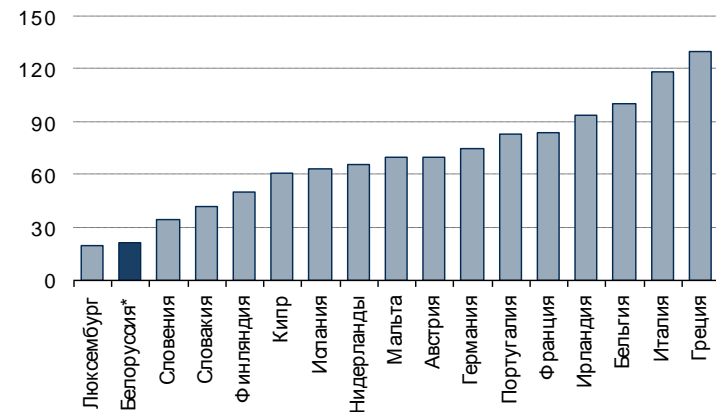


Источник: Тройка Диалог

# Опасности дефолта Белоруссии нет

- **Европейский сценарий долгового кризиса Белоруссии не грозит.** Некоторые инвесторы считают, что нынешние финансовые трудности Белоруссии обусловлены тем же, чем аналогичные проблемы Греции и Португалии, — но это не так: долговая нагрузка Белоруссии гораздо меньше.
- **Даже в сравнении с другими странами СНГ Белоруссия выглядит лучше:** так, отношение валового внешнего долга к ВВП на конец 2019 года у Украины составляло 85%, а у Белоруссии — 52%. Долговая нагрузка Белоруссии не критична даже в номинальном выражении.
- **Мы не предвидим проблем с погашением внешнего госдолга Белоруссии в 2011 году.** По данным Минфина, в текущем году совокупный объем выплат по долгу страны (включая гарантии) равен \$870 млн. Из этой суммы на погашение основной части долга приходится менее \$170 млн., остальное — на обслуживание (по нашей оценке, эффективная ставка доходности составляет 5,8%, что вполне приемлемо) ЗВР страны превышают подлежащую погашению в 2011 году часть внешнего госдолга в 5,4 раза

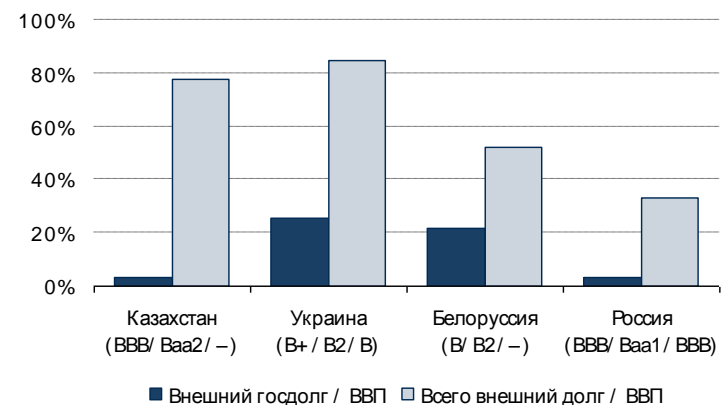
Белоруссия: “долг / ВВП”



\* Внешние заимствования.

Источник: МВФ

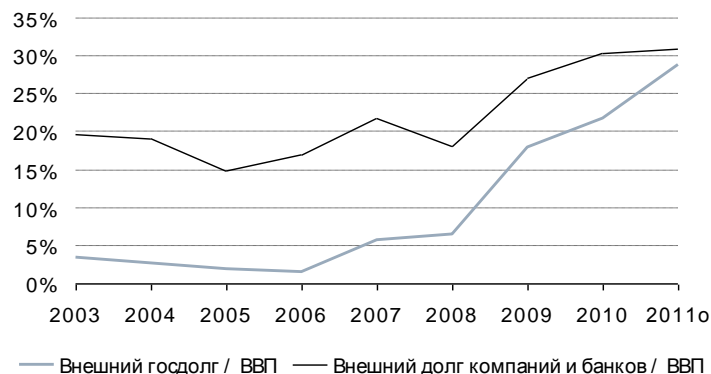
Страны СНГ: “внешний долг / ВВП”



Источник: Тройка Диалог

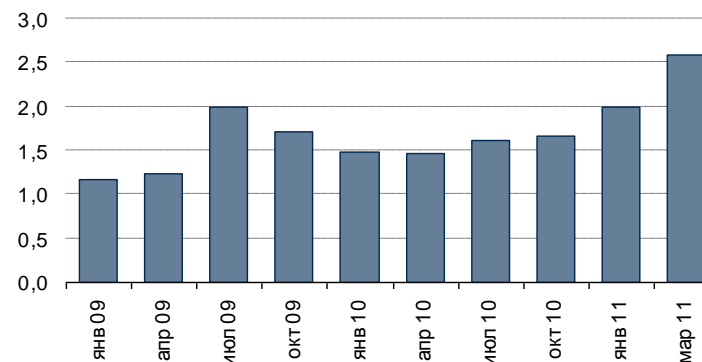
# Обзор долгового рынка Белоруссии

## Внешний долг / ВВП



Источник: Тройка Диалог

## Внешний госдолг / ЗВР



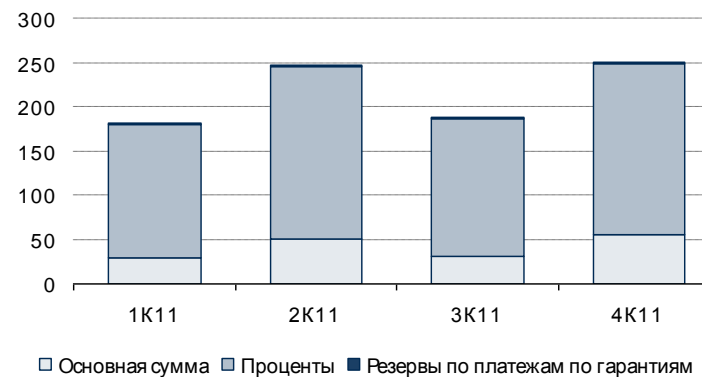
Источник: Минфин, Тройка Диалог

## Структура внешнего долга



Источник: Минфин

## График погашения внешнего госдолга в 2011 г.



Источник: Минфин



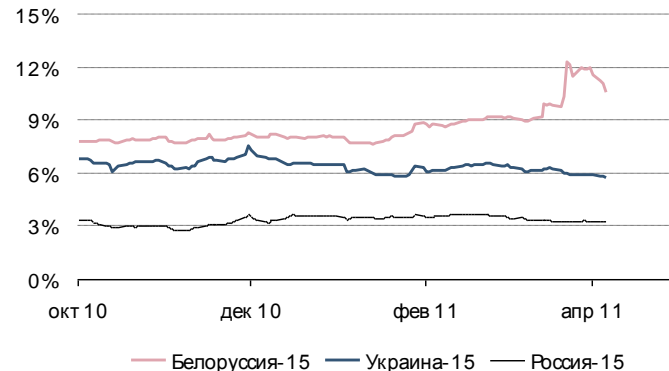
# Источники финансирования

- **Антикризисный фонд ЕврАзЭс.** В феврале Белоруссия обратилась за кредитом на сумму около \$2 млрд. Власти страны решили воспользоваться этой возможностью привлечь дешевое финансирование (в зависимости от типа ссуды средства фонда выделяются под ставку 1–3%, либо под ставку LIBOR).
- **Россия.** Несмотря на политическую риторику, Россия рассматривает Белоруссию как одного из основных союзников, и сейчас рассматривает возможность предоставления ей кредита на сумму до \$1 млрд. Решение зависит от принятия ряда экономических мер (в том числе ужесточения налоговой и бюджетной политики) и подробного плана действий, который белорусское правительство прислало в конце марта и которые были, в основном, согласованы в апреле.
- **МВФ.** Насколько мы понимаем, этот пакет мер аналогичен плану, который требуется для получения российского кредита. Если это так, то Белоруссия могла бы реализовать заявленные меры и привлечь финансирование у МВФ. Безусловно, политическая составляющая негативно влияет на ситуацию и снижает вероятность реализации такого сценария.
- **Рынок публичного долга.** В начале года Белоруссия успешно разместила еврооблигации, но с тех пор их доходность значительно выросла. Мы полагаем, что стране не имеет смысла привлекать средства такой ценой. Если ситуация стабилизируется, то Белоруссия могла бы разместить еще один выпуск еврооблигаций (или довыпустить ранее размещенные).
- **Приватизация.** У Белоруссии достаточно активов, которые можно приватизировать. Продажа госпакетов Беларуськалаия могла бы покрыть потребности бюджета на ближайшие два года. К сожалению, приватизация – однократный источник привлечения средств, и это временное решение макроэкономических проблем. Мы полагаем, что Белоруссия прибегнет к приватизации лишь в крайнем случае.

# Возможные факторы роста

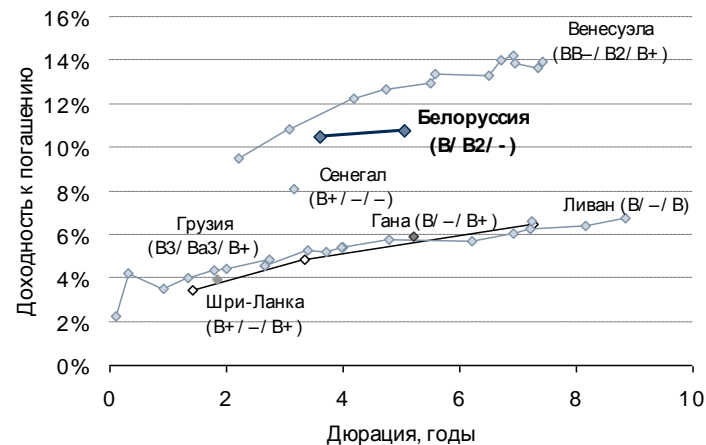
- После официального опубликования **программы антикризисных мер** (согласованной с Россией), вероятнее всего, появится более ясное понимание того, каковы будут дальнейшие действия властей. Если программа будет предусматривать ужесточение налоговой и бюджетной политики, инвесторы, вероятно, ее оценят позитивно.
- **Девальвация национальной валюты**, возможно, сбалансирует макроэкономическую ситуацию и обеспечит решение проблем, связанных с дефицитом счета текущих операций.
- Положительное решение по вопросу о выделении Белоруссии **кредита со стороны России** и (или) из Антикризисного фонда, вероятнее всего, ослабит опасения инвестиционного сообщества по поводу рефинансирования долга страны.
- **Начало переговоров с МВФ**, возможно, даст участникам рынка определенный ориентир по срокам привлечения нового кредита.

Доходность гособлигаций стран СНГ



Источник: Bloomberg

Гособлигации с рейтингом В



Источник: Bloomberg

# Украина: баланс реформ и стабильности

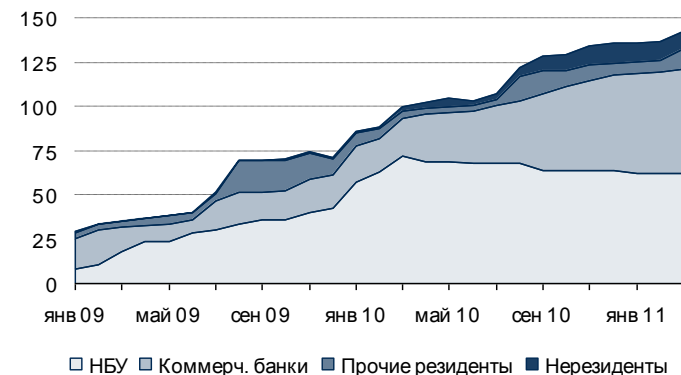
- **Благоприятная внешняя среда и восстановление внутреннего спроса** должны способствовать росту активности в реальном секторе экономики. По оценкам правительства, реальный ВВП в 1К11 вырос на 5,0% с уровня 1К10. Темпы инфляции в марте достигли 7,7% относительно уровней годичной давности – внутренние цены на продукты питания и бензин росли в соответствии с мировыми тенденциями. Наш прогноз инфляции на 2011 год прежний – 10,5–11,0% по итогам года. При этом дефицит счета текущих операций, по нашим оценкам, вероятно, достигнет \$4,5 млрд.
- **Перечисление средств МВФ** задерживается до июня–июля в связи с неудовлетворительными темпами реформ. Признавая неизбежность предложенных реформ, власти страны не торопятся с реформированием пенсионной системы и тарифов на газ для населения, так как опасаются социальных проблем.
- **Несмотря на финансовую стабильность и избыток гривневой ликвидности**, банки предпочитают вкладывать средства в государственные ценные бумаги, вместо того, чтобы наращивать кредитование реального сектора экономики.
- **Позитивная динамика** на основных для украинских экспортеров рынках сбыта и достаточно широкий доступ к глобальным источникам долгового финансирования способствуют высоким темпам восстановления экономики, однако возможные негативные внешние изменения являются фактором риска с точки зрения динамики макроэкономических показателей..

## Главные экономические индикаторы

	2009	2010	2011о
Номинальный ВВП, \$ млрд.	117	138	160
Реальный ВВП, изменение за год	-14,8	4,2	4
Баланс консолидированного бюджета / ВВП	-9	-6	-4
ИПЦ на конец года, изменение за год	12,3	9,1	10,5
Счет текущих операций, \$ млрд.	-1,8	-2,9	-4,5
Прямые иностранные инвестиции, \$ млрд.	4,7	5,7	6
Курс "гривна / доллар"	8,0	8,0	8,2
Внешний госдолг на конец года, \$ млрд.	24	32,5	38

Источник: Укрстат, НБУ, Тройка Диалог

## Структура держателей гособлигаций, млрд. грн.



Источник: НБУ

# Первичные размещения еврооблигаций: эмитенты из СНГ увеличивают долг

## Основные факторы нового привлечения заемных средств

- Рефинансирование долга с погашением в 2011–2013 годах при рекордно низкой стоимости заимствований для компаний из стран СНГ. Сейчас спросом пользуются наиболее долгосрочные выпуски.
- Финальная стадия рефинансирования “докризисного” долга.
- Покупки: дешевизна заемных средств способствует покупке активов.

Первичные размещения еврооблигаций  
государствами и компаниями стран СНГ, \$ млн.



Источник: Тройка Диалог

# Новости политики Казахстана

- Со второй половины 2010 года Казахстан, вместе с Россией и Белоруссией, является членом Таможенного союза. Союз предусматривает свободные товарные потоки между его участниками и согласование таможенного регулирования.
- На выборах президента, как и ожидалось, победил Нурсултан Назарбаев, получив подавляющее большинство голосов. В период избирательной компании поток новостей со стороны корпоративных эмитентов был очень скудным: компании ждали перестановок в правительстве по итогам выборов.
- Сразу после выборов произошло несколько интересных институциональных изменений.
  - Фонд национального благосостояния “Самрук-Казына”, который управляет всеми подконтрольными государству компаниями и банками, возглавил Тимур Кулибаев.
  - Был ликвидирован независимый регулятор банковского сектора и рынка ценных бумаг (АФН), полномочия которого перешли к Нацбанку Казахстана и его харизматичному лидеру Григорию Марченко. Ранее возглавлявшая АФН Елена Бахмутова, вероятнее всего, будет назначена руководителем управляющей компании “Самрук-Казына”. Ожидается возвращение казахстанских кредитных организаций на российский рынок.

# Наши рекомендации

- **В ближайшее время не исключена значительная коррекция цен на рынке еврооблигаций.** Спреды уже значительно сузились, рынок растет уже несколько недель. Рекомендуем уделять больше внимания уровню ликвидности открытых позиций. Сейчас рынок еврооблигаций достаточно динамичен, но ситуация может резко измениться.
- **Квазисуверенные выпуски.** Более долгосрочные квазисуверенные еврооблигации АПРОСА и Газпрома достаточно надежны и ликвидны, чтобы включать их в портфели. Обязательства украинских инфраструктурных компаний и Казатомпрома менее ликвидны, однако они обеспечивают хорошие премии.
- **Прочие корпоративные эмитенты.** При текущих кредитных спредах мы не видим существенно недооцененных бумаг, однако новые эмитенты вполне могут воспользоваться некоторыми открывающимися возможностями.
- **Особые случаи.** ВТБ наконец приобрел Банк Москвы, и теперь наиболее привлекательны Банк Москвы – 17. Сделку между VimpelCom Ltd и Wind Telecom мы также рассматриваем как уже состоявшуюся и полагаем, что можно ожидать переоценки кредитного качества VimpelCom Ltd.
- **Возможности для тех, кто готов рисковать.** Мы считаем, что суверенные облигации Белоруссии пока достаточно надежны. Мы также полагаем, что Полюс Золото придется выставить ofertу на досрочное погашение выпуска KazakhGold-13.
- **Мы видим потенциал роста долгосрочных рублевых облигаций.** Замедление инфляции и возможное укрепление рубля (благодаря высоким ценам на нефть) делают рублевые инструменты достаточно привлекательными не только для российских, но и для зарубежных инвесторов. Мы полагаем, что цена этих бумаг будет, в основном, расти, по меньшей мере, до середины мая. Среди прочих рублевых облигаций мы отдаем предпочтение обязательствам Газпрома со сроком обращения от пяти до семи лет. Также советуем принять участие в первичном размещении долгосрочных суверенных рублевых облигаций, которые Минфин, как правило, размещает с премией.

## Руководство компании

Председатель совета директоров  
Тройки Диалог

Рубен Варданян

Главный исполнительный директор  
по управлению бизнесом

Жак Дер Мегредичян

Глава управления глобальных рынков

Питер Гавами

Главный экономист  
Управляющий директор

Евгений Гавриленков

## Аналитическое управление

(495) 258 05 11

### Начальник управления

Паоло Занибони

(495) 787 23 81

### Нефть и газ

Старший аналитик

Олег Максимов

(495) 933 98 30

Старший аналитик

Алекс Фэк

(495) 933 98 29

Аналитик

Валерий Нестеров

(495) 933 98 32

### Электроэнергетика

Старший аналитик

Александр Котиков

(495) 933 98 41

Аналитик

Игорь Васильев

(495) 933 98 42

Младший аналитик

Андрей Труфанов

(495) 933 98 31

### Телекоммуникации, ИТ и медиа

Старший аналитик

Евгений Голосной

(495) 933 98 34

Аналитик

Анна Лепетухина

(495) 933 98 35

### Металлургия

Старший аналитик

Сергей Донской, CFA

(495) 933 98 40

Старший аналитик

Михаил Стискин

(495) 933 98 39

Аналитик

Ирина Лапшина

(495) 933 98 52

Младший аналитик

Станислав Ермаков

(495) 258 05 11

### Машиностроение

Аналитик

Михаил Ганелин

(495) 933 98 51

Младший аналитик

Иван Беляев

(495) 933 98 53

### Финансовый сектор

Старший аналитик

Эндрю Кили

(495) 933 98 45

Аналитик

Ольга Веселова

(495) 933 98 46

### Потребительский сектор

Старший аналитик

Михаил Красноперов

(495) 933 98 38

Аналитик

Георгий Тараканов

(495) 258 05 11

Младший аналитик

Артур Галимов

(495) 933 98 33

### Химическая промышленность

Старший аналитик

Михаил Стискин

(495) 933 98 39

Аналитик

Ирина Лапшина

(495) 933 98 52

### Недвижимость

Аналитик

Игорь Васильев

(495) 933 98 42

### Транспорт

Аналитик

Михаил Ганелин

(495) 933 98 51

### Компании малой и средней капитализации

Аналитик

Михаил Ганелин

(495) 933 98 51

Младший аналитик

Иван Беляев

(495) 933 98 53

### Анализ рынка

Аналитик

Надежда Киреева

(495) 933 98 55

### Экономика

Старший экономист

Антон Струченевский

(495) 933 98 43

Младший экономист

Сергей Коныгин

(495) 258 05 11

### Долговые бумаги

Руководитель группы

Александр Кудрин

(495) 933 98 47

Старший аналитик

Алексей Булгаков

(495) 933 98 66

Аналитик

Екатерина Сидорова

(495) 933 98 49

Аналитик

Станислав Пономаренко

(495) 933 98 57

Младший аналитик

Борис Красненков

(495) 933 98 56

### Украина

Старший аналитик

Роман Захаров

+38 (044) 207 37 80

Экономист

Ирина Пионтковская

Старший аналитик

Евгений Гребенюк

Старший аналитик

Иван Харчук

Старший аналитик

Сергей Невмержицкий

Аналитик

Александр Цепенда

Аналитик

Мария Репко

### Казахстан

Аналитик

Заурбек Жунисов

Аналитик

Айнур Медеубаева



**Тройка** Диалог