

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- Сильные данные по внешней торговле **Китая** указывают на высокую вероятность продолжения борьбы с инфляцией; угроза «жесткой посадки» экономики отойдет на второй план
- Золото** установило новый рекорд цены; опасения ускорения инфляции и слабеющий доллар обеспечат дальнейший рост стоимости драгметалла
- Российские корпоративные и суверенные еврооблигации завершили пятницу небольшим снижением котировок; **евробонд РФ в рублях** вырос на дорогой нефти, перспективах укрепления рубля
- Противоречивый внешний фон выльется в **нейтральное открытие торгов** на российском долговом рынке; слабый доллар поддержит нефть и металлы ([стр. 2-3](#))

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- Ликвидность** убывает, но ее запасов с лихвой хватает на страховые взносы и покрытие спроса на ОФЗ и ОБР
- Рубль** немного подорожал; ждем умеренного укрепления в ближайшие дни
- Рублевый рынок:** продолжение покупок в ОФЗ и первом эшелоне в пятницу; сильная торговая активность в **ОФЗ 46021**, близком по дюрации к **ОФЗ 26204** – в обеих бумагах возможны дальнейшие покупки на фоне продолжения ралли в рублевом Russia 18
- ВЭБ-Лизинг** увеличивает объем предложения рублевых облигаций до RUB15 млрд.; бумаги привлекательны для покупки ([стр. 4-5](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

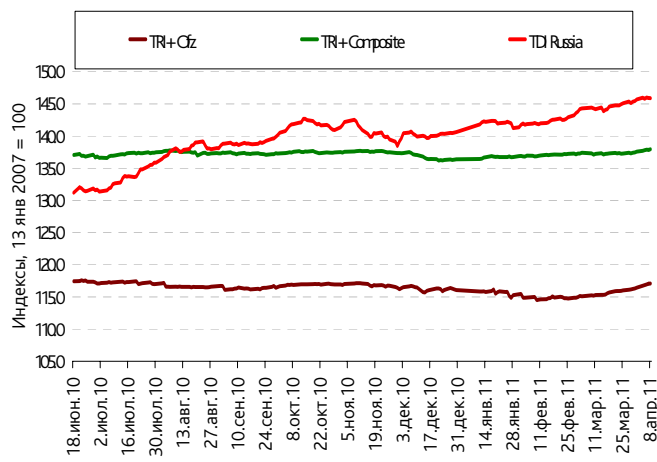
- Банку **«Ренессанс Кредит»** повышен рейтинг от Fitch на 1 ступень до «В»; еврооблигации представляют интерес для инвесторов с повышенным аппетитом к риску
- Локо-Банк** представил умеренно крепкие результаты за 2010 год по МСФО; нейтрально относимся к рублевым облигациям и советуем обратить внимание на планируемый выпуск субординированных евробондов
- Распадская:** список претендентов расширился за счет крепких компаний; добавляет позитива при оценке бумаг компании
- KazakhGold:** Полюс Золото и семья Ассаубаевых нашли новую схему раздела компании; определенности по-прежнему мало, а потому евробонд будет и дальше испытывать давление ([стр. 6-8](#))
- Крупнейший миноритарий **Банка Москвы** – Андрей Бородин – в пятницу продал свои акции в интересах **ВТБ**. Сделка в USD1.1 млрд. была профинансирована кредитом непосредственно от Банка Москвы. Мы считаем, что ВТБ получил полный операционный и фактический контроль над Банком Москвы; в еврооблигациях MosBank 15 и субординированных облигациях MosBank 15 еще возможен рост котировок в пределах 1 п.п.
- Лоббирование интересов отечественного **энергетического машиностроения** – новый средне- и долгосрочный риск для отечественной **электроэнергетики**. Введение запретительных импортных пошлин на зарубежное оборудование может ухудшить конкуренцию в отрасли и негативно отразиться на себестоимости энергокомпаний
- РусГидро** откроет книгу заявок на 2 выпуска рублевых облигаций совокупным объемом RUB20 млрд., но разметит всего RUB15 млрд. Ожидаем высокого спроса из-за редкости долга эмитента. Справедливую доходность видим на уровне не выше +30-40 бп к локальной кривой ФСК

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

		Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↔	157.00	0.00	-18.00	-42.00
EMBI+ spread	↓	246.91	-1.45	-16.41	5.78
Russia 30 Price	↓	116.41	- 1/8	+0	+ 6/8
Russia 30 Spread	↓	111.00	-0.50	-14.70	-37.50
Russia 5Y CDS	↓	121.67	-1.75	-10.23	-24.84
UST 10y Yield	↑	3.598	+0.03	+0.20	+0.26
BUND 10y Yield	↑	3.48	+0.06	+0.27	+0.56
UST 10y/2y Yield	↑	276.4	+1	-2	+3
Mexico 33 Spread	↓	220	-5	-9	-12
Brazil 40 Spread	↓	129	-4	-19	+179
Turkey 34 Spread	↑	259	+0	-35	+2
ОФЗ 26199	↓	5.04	-0.00	-0.15	-1.20
Москва 50	↓	4.93	-0.01	-0.57	-0.96
Мособласть 8	↓	7.23	-0.07	-0.56	-1.29
Газпром 4	↔	7.90	-	0.00	0.00
MTC 3	↓	7.01	-0.00	-0.39	-0.45
Руб / \$	↓	28.121	-0.095	-0.315	-2.229
\$ / EUR	↑	1.448	+0.018	+0.057	+0.113
Руб / EUR	↑	40.486	0.207	1.171	-0.002
NDF 1 год	↓	4.000	-0.050	-0.400	-0.700
RUR Overnight	↑	3.00	+1.0	-0.1	
Корсчета	↑	572	+29.90	+120.10	-316.30
Депозиты в ЦБ	↓	896.0	-43.90	+38.10	+326.40
Сальдо опер. ЦБ	↓	622.10	-75.80	+16.70	+685.90
RTS Index	↑	2122.15	+1.35%	+9.63%	+19.72%
Dow Jones Index	↓	12380.05	-0.24%	+2.79%	+6.08%
Nasdaq	↓	2780.42	-0.56%	+2.39%	+3.30%
Золото	↑	1474.85	+0.89%	+3.89%	+4.24%
Нефть Urals	↑	122.88	+3.53%	+12.45%	+33.28%

TRUST Bond Indices

		TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↑	253.94	0.38	3.59	8.37
TRIP Composite	↑	236.79	0.17	1.26	2.60
TRIP OFZ	↑	186.02	0.05	2.85	2.01
TDI Russia	↓	228.64	-0.04	2.68	6.39
TDI Ukraine	↑	229.78	0.16	4.82	7.48
TDI Kazakhs	↓	188.03	-0.06	2.25	6.15
TDI Banks	↑	227.70	0.02	2.87	6.92
TDI Corp	↑	242.59	0.02	3.54	7.89

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices




ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Сильные данные по внешней торговле Китая указывают на высокую вероятность продолжения борьбы с инфляцией; угроза «жесткой посадки» экономики отойдет на второй план

Как стало известно на минувших выходных, внешнеторговый баланс Китая в первом квартале текущего года впервые за шесть лет был сведен с дефицитом. Это может несколько ослабить давление на Пекин, оказываемое западными торговыми партнерами с целью повышения обменного курса юаня. Тем не менее мартовские показатели экспорта оказались лучше ожиданий рынка (рост показателя на 35.8% против увеличения импорта на 27.3%), что снизило опасения касательно негативных последствий для экономики страны со стороны дорогой нефти и землетрясения в Японии.

В нашем понимании, данные показатели по внешней торговле также указывают на то, что угроза «жесткой посадки» экономики КНР сейчас отошла на второй план, уступив место быстрорастущей инфляции (может достичь в марте 5.2% по консенсус-прогнозу Bloomberg). В этом свете мы ждем продолжения цикла ужесточения монетарной политики со стороны ЦБ страны, который на прошлой неделе в очередной раз повысил ключевые ставки.

Золото установило новый рекорд цены; опасения ускорения инфляции и слабеющий доллар обеспечат дальнейший рост стоимости драгметалла

Золото в понедельник обновило очередной исторический рекорд – за одну унцию драгоценного металла дают уже USD1,478. Всего с начала текущего года золото подорожало на 3.8%. В нашем понимании основных драйверов у данного роста котировок два. Во-первых, золото становится все более популярным активом ввиду нарастающих опасений ускорения инфляции в различных экономиках мира, и, не в последнюю очередь, в США. Кроме того, наблюдаемое в последнее время снижение курса доллара к мировым валютам (через призму индекса доллара), также стимулирует переливание средств в более надежный с точки зрения рынка актив. Мы полагаем, что положительная динамика цен на золото в среднесрочной перспективе сохранится.

Российские корпоративные и суверенные еврооблигации завершили пятницу небольшим снижением котировок; евробонд РФ в рублях вырос на дорогой нефти, перспективах укрепления рубля

Пятничные торги на российском рынке еврооблигаций завершились в целом в отрицательной зоне, однако сильного колебания в котировках долговых бумаг отмечено не было. В нефтегазовом секторе умеренно подешевели длинные евробонды Газпрома (-2-25 бп) и Новатэка (-10 бп). Среди телекоммуникационных компаний отрицательная динамика была отмечена по выпуску MTS 20, который просел почти на 40 бп. В квазисуверенных банковских бумагах колебания котировок ликвидных бумаг были отмечены в пределах 15 бп, в то время как евробонды частных заемщиков были более волатильны. Так, котировки Альфа-Банка завершили пятницу разнонаправленно с разбросом от -30 до +15 бп.

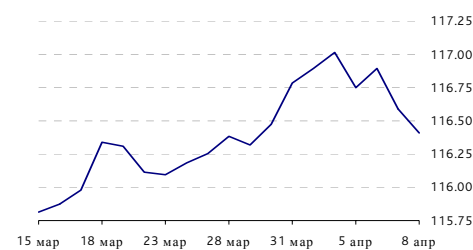
По суверенным бумагам также наблюдалось снижение стоимости. Выпуск Russia 30 потерял около 20 бп и опустился до 116.41% от номинала. При этом спред Russia 30 – UST10 продолжает находиться на достаточно низком уровне – в районе 110 бп.

Исключением из общей динамики стал суверенный рублевый евробонд. Перспективы укрепления рубля, а также крайне высокие цены на нефть привели к увеличению стоимости Russia 18R на 20 бп до 105.63% от номинала. Вместе с суверенным выпуском, деноминированным в рублях, подорожали и его корпоративные «собратья» – RusHydro 15 и RussAgrBank 16R прибавили в пределах 10 бп.

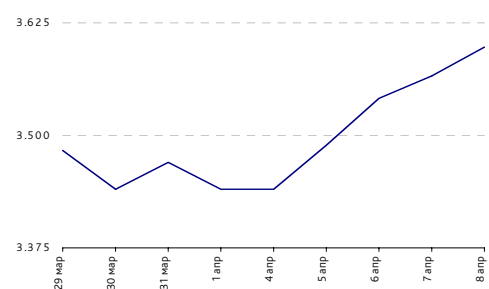
Противоречивый внешний фон выльется в нейтральное открытие торгов на российском долговом рынке; слабый доллар поддержит нефть и металлы

Открытие торгов на российском долговом рынке будет, скорее всего, нейтральным, учитывая противоречивый внешний фон. С одной стороны, в пользу покупок будут говорить высокая цена на нефть (за баррель Brent с утра в понедельник предлагают чуть более USD126) и слабая надежда на улучшение положения дел в Ливии, появившаяся после того, как Каддафи согласился с

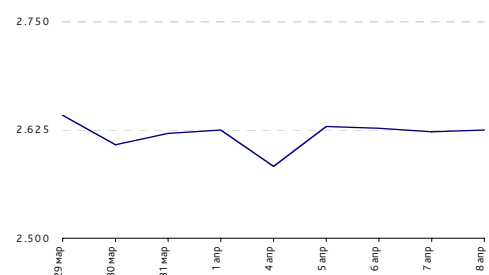
Russia 30 (Price)



US Treasuries 10 Year (YTM)



Brazil 40 (YTM)





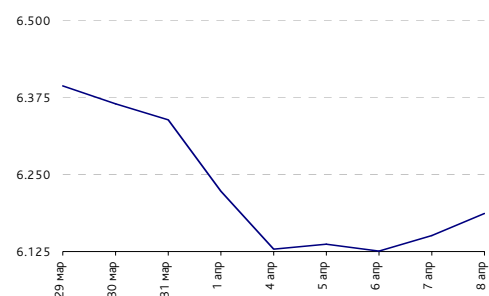
предложениями представителей Африканского союза по урегулированию ситуации в стране.

В то же время биржевые индикаторы рисуют не столь оптимистичную картину дня. Фьючерсы на индексы США торгуются ниже уровней предыдущего закрытия, а торговые площадки Азии демонстрируют разнонаправленное движение основных индексов. О повышенном интересе к более рисковым активам может свидетельствовать снижение индекса доллара, опустившегося ниже 75 п. При этом альтернативу доллару инвесторы скорее найдут в золоте, и других металлах и сырьевых товарах (в частности, олово в понедельник уже подорожало до рекорда, а медь торгуется вблизи максимума за 5 недель). Достигнутую же в Ливии договоренность мы также не склонны рассматривать как серьезную заявку на разрешение конфликта, способную снизить напряженность в регионе.

Алексей Тодоров, aleksey.todorov@trust.ru

☎ 647-23-62

Turkey 34 (YTM)





ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Ликвидность убывает, но ее запасов с лихвой хватает на страховые взносы и покрытие спроса на ОФЗ и ОБР

Ликвидность начала постепенно «утекать» из платежной системы. Главной причиной сжатия ликвидности, на наш взгляд, служит исполнение бюджета с профицитом, что само по себе оказывает стерилизационный эффект на ликвидность. По завершении череды аукционов банки в пятницу избрали ставшую уже привычной стратегию, переведя на [депозиты](#) RUB126.0 млрд. (до RUB1,022.6 млрд.) с [корсчетов](#), которые сократились на RUB168.6 млрд. (до RUB403.4 млрд.). Итогом пятничных расчетов стало снижение объема остатков на корсчетах и депозитах до RUB1.43 трлн.

Впрочем, сокращение ликвидности пока не сказывается на стоимости привлечения рублевых средств. Прежними остаются ставки по [межбанковским кредитам](#) на 1 день, которые преимущественно колеблются в диапазоне 2.95-3.15%, опускаясь под закрытие ниже стоимости депозитов овернайт ЦБ (3.0%) – 2.5-2.75%. О благоприятной ситуации с ликвидностью можно судить по некоторому ослаблению спроса на рублевые средства в сегменте междилерского РЕПО, где торговые обороты за прошедшую неделю упали на 20-25%. Снижение торговой активности сопровождалось заметным сокращением стоимости фондирования на 1 день – ставки по сделкам под залог облигаций [1-го эшелона](#) в среднем опустились до 3.46%, а [под залог ОФЗ](#) до 3.53%, что на 7 бп ниже, чем на начало минувшей недели. По мере возобновления интереса к рублю несколько подросли ставки по [валютным свопам](#), хотя большинство сделок в пятницу проходило по 2.64-2.9%, под конец торгов можно было видеть сделки и по 3.15%.

Объем предстоящего в среду, 13 апреля, размещения ОФЗ – RUB20 млрд. – при текущем уровне накопленных средств не представляет угрозы для ликвидности и ставок, тем более что фондирование под покупку ОФЗ участники рынка могут привлечь на депозитном аукционе Минфина накануне (до RUB65 млрд., 12 апреля). Гораздо большую опасность для состояния ликвидности на этой неделе потенциально может представлять аукцион [ОБР-18](#) (до RUB100 млрд. 14 апреля), однако самым значительным событием станет начало нового налогового периода с отчислений во внебюджетные фонды (около RUB200 млрд., до 15 апреля). Впрочем, имеющегося в платежной системе объема средств – порядка RUB1.7 трлн. вполне достаточно для удовлетворения повышенного спроса на рублевые средства под указанные аукционы и страховые выплаты. Какого-либо повышения ставок в связи с налогами, на наш взгляд, можно опасаться не раньше следующей недели.

Рубль немного подорожал; ждем умеренного укрепления в ближайшие дни

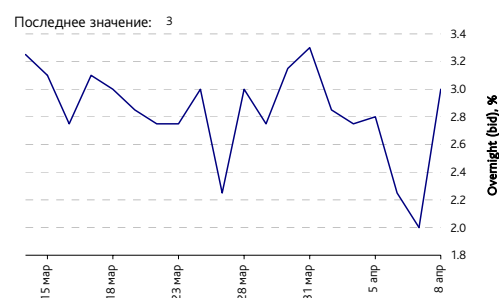
Стоимость бивалютной корзины с открытия по RUB33.72 уже к полудню достигла дневного минимума RUB33.61, после чего возобладали продажи валюты, в том числе и экспортерами, что удержало цену бивалютной корзины на уровне RUB33.6 вплоть до закрытия.

Несмотря на то, что рубль начал отыгрывать фундаментальные факторы роста цены на нефть и ослабления оттока капитала, основным препятствием для его укрепления продолжают оставаться подросшие покупки валюты ЦБ наряду со спросом на валюту со стороны импортеров. В ближайшие дни стоит ожидать дальнейшего умеренного укрепления рубля, способствовать чему может приближение крупных отчислений во внебюджетные фонды и сопряженные с ними более интенсивные продажи валютной выручки экспортерами.

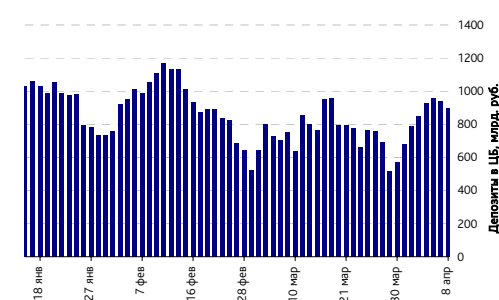
Рублевый рынок: продолжение покупок в ОФЗ и первом эшелоне в пятницу; сильная торговая активность в ОФЗ 46021, близком по дюрации к ОФЗ 26204 – в обеих бумагах возможны дальнейшие покупки на фоне продолжения ралли в рублевом Russia 18

Пятница стала днем продолжения покупок в рублевом долге. В сегменте ОФЗ по-прежнему покупалась вся кривая, с традиционной для последних дней преобладающей активностью в средних и длинных выпусках. Из примечательных историй отметим, что, наряду с продолжающимися покупками в [ОФЗ 26204](#) (+6 бп), в пятницу активно торговался сопоставимый по дюрации [ОФЗ 46021](#) (5.58 лет при 5.52 у [ОФЗ 26204](#), по итогам пятницы снижение на 3 бп по цене). По совокупному обороту торгов (в основном режиме и РПС) выпуск стал вторым в сегменте – объем сделок составил порядка RUB3.1 млрд. при весьма ликвидном рынке в данной бумаге (количество сделок составило около 60). При этом среднечасовой оборот за предыдущие семь торговых дней составлял около

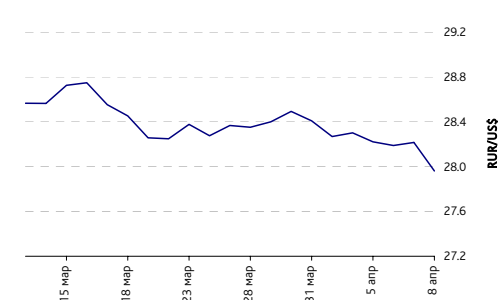
Ставка overnight (максимум, bid)



Депозиты в ЦБ РФ



Курс рубль/доллар





RUB0.51 млрд., а за предшествующий месяц – всего RUB0.14 млрд.

Ралли в сопоставимом по дюрации с **ОФЗ 26204** рублевым евробонде **Russia 18** (+22 бп в пятницу, УТМ 6.81%) продолжается, и при отсутствии напряженности на рублевом рынке похоже, что покупки в **ОФЗ 26204** (по итогам пятницы УТМ 7.55%) да и в рублевом долге в целом до начала налогового периода имеют все шансы продолжиться. На этом фоне можно ждать покупок и в близком к **ОФЗ 26204** выпуске **ОФЗ 46021**.

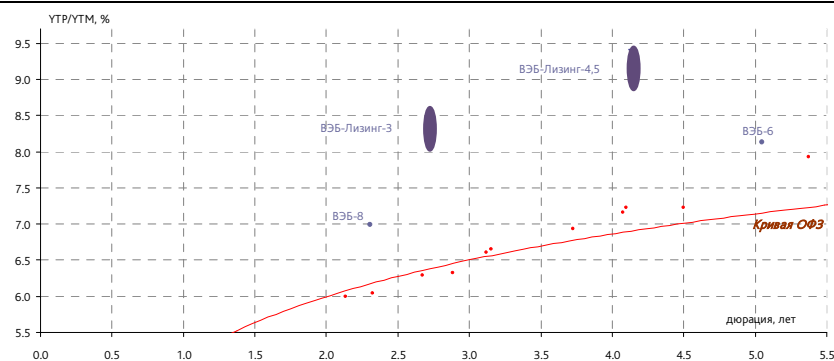
В первом эшелоне торговая активность в последний день недели сбавилась, из корпоративных выпусков основная активность оставалась в **ВЭБ-6** (+11 бп) и **Транснефть-3** (+8 бп). Во втором эшелоне общая динамика по итогам дня была нейтральной (ценовой индекс Trust Rouble Index 2nd Tier вырос всего на 4 бп), наиболее торгуемые выпуски торговались разнонаправленно – **МТС-8** -11 бп по цене, **Мечел-16** +35 бп, **Сибметинвест-1** -14 бп.

ВЭБ-Лизинг (Fitch: BBB) увеличивает объем предложения рублевых облигаций до RUB15 млрд.; бумаги привлекательны для покупки

В минувшую пятницу ВЭБ-Лизинг увеличил предложение рублевого долга. К планируемым облигациям **ВЭБ-Лизинг-3** и **ВЭБ-Лизинг-4** добавлен пятый выпуск. Его параметры аналогичны четвертому: срок обращения составляет 10 лет с офертой через 5 лет. Напомним, что по 10-летним облигациям **ВЭБ-Лизинг-3** предполагается оферта через 3 года, а объем каждого выпуска составляет RUB5 млрд. Книга будет открыта до 13 апреля 2011 г., размещение назначено на 15 апреля.

Ориентир по купону по-прежнему находится в диапазоне 7.9-8.4% для более коротких бумаг и 8.7-9.2% - для длинных, что обеспечивает доходность УТР 8.06-8.58% и УТР 8.89-9.41% к оферте через 3 и 5 лет соответственно.

ДИАГРАММА. ДОХОДНОСТЬ НОВЫХ ВЫПУСКОВ



Источник: ММФБ, НБ «Траст»

Параметры новых выпусков облигаций мы считаем привлекательными, поскольку они обеспечивают премию к выпускам ВЭБа 70-100 бп даже при нижней границе ориентиров. Мы видим справедливое значение премии на уровне 30-50 бп с большим значением для более длинных выпусков, учитывая крепкий кредитный профиль ВЭБ-Лизинга. В то же время мы считаем, что премия учитывает специфику деятельности компании, а также высокую концентрацию портфеля чистых лизинговых инвестиций (на 10 клиентов приходится до 70%).

Мы высоко оцениваем кредитное качество ВЭБ-Лизинга в первую очередь ввиду поддержки со стороны ВЭБ. Банк последовательно предоставляет заемные средства и осуществляет вливания в капитал. К тому же в 2010 ВЭБ-Лизинг продемонстрировал весьма позитивную динамику основных финансовых показателей, нарастив чистые инвестиции в лизинг и валюту баланса практически в 4 раза. В итоге компания стала лидером по приросту нового бизнеса в лизинге авиатранспорта и судов, сохранив высокое качество лизингового портфеля.

Напомним, что летом прошлого года ВЭБ-Лизинг осуществил дебютный выпуск рублевых облигаций, который реализуется в режиме торгов для квалифицированных инвесторов, что ограничивает ликвидность выпуска. Впрочем, новые выпуски предполагают стандартные условия торгов, и мы рассчитываем увидеть большую ликвидность.

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

Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru ☎ 647-23-64

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



ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

БАНКИ И ФИНАНСЫ

Банку «Ренессанс Кредит» повышен рейтинг от Fitch на 1 ступень до «В»; еврооблигации представляют интерес для инвесторов с повышенным аппетитом к риску

На прошлой неделе рейтинговое агентство Fitch повысило рейтинг банку «Ренессанс Кредит» до «В» с «В-», установив прогноз «Стабильный». В качестве основных предпосылок аналитики выделяют:

- *улучшение структуры фондирования: средства клиентов составили до 52% в пассивах к концу 2011 года;*
- *восстановление позитивной динамики объёмов кредитования. При этом банк планирует вернуться к докризисным объёмам клиентской базы к концу 2012 года, удвоив темпы роста кредитов;*
- *снижение доли просроченных кредитов: доля NPLs снизилась на 12.7 п.п. за год до 6.3% к концу 2010;*
- *высокий уровень достаточности капитала 1-го уровня (29.3% по итогам 2010) позволяет абсорбировать убытки и обеспечивает потенциал для роста кредитов.*

КОММЕНТАРИЙ

Мы согласны с действиями рейтингового агентства и также считаем позитивными итоги банка «Ренессанс Кредит» в 2010 году по МСФО (см. Навигатор долгового рынка от 04.04.2011). Еврооблигации уже отыграли новость об улучшении финансовых показателей банка, поэтому мы не ожидаем значительной реакции на действие агентства.

В свою очередь добавим, что мы скептически относимся к недавним высказываниям менеджмента банка относительно увеличения кредитного портфеля на 40% по итогам 2011 года. Принимая во внимание преобладание розничных кредитов в ссудном портфеле (95% по итогам года), для обеспечения подобных темпов банку, по нашим оценкам, предстоит расти быстрее рынка практически в 2.0-2.5 раза.

Еврооблигации эмитента на данный момент торгуются с доходностью YTM 9.23% к погашению через 2 года, и мы считаем бумаги привлекательной инвестицией для склонных к риску инвесторов. Отметим, что по мере публикации крепких итогов по МСФО за 2010 год котировки еврооблигаций уже выросли на 100-150 бп до 106.3-107.3% от номинала. К текущим уровням доходности рублевых выпусков мы относимся нейтрально, считая перекупленными бумаги 2-3 эшелона.

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

Локо-Банк (B2/NR/B+) представил умеренно крепкие результаты за 2010 год по МСФО; нейтрально относимся к рублевым облигациям и советуем обратить внимание на планируемый выпуск субординированных евробондов

КОММЕНТАРИЙ

На прошлой неделе Локо-Банк представил умеренно крепкую финансовую отчетность по МСФО за 2010 год, продемонстрировав стабильную динамику основных финансовых показателей во 2П 2010. Мы не ожидаем реакции котировок долговых бумаг на публикацию итогов.

Кредитный портфель продемонстрировал во 2П 2010 рост более чем на треть до RUB34.4 млрд., а доля просроченных кредитов свыше 30 дней сократилась в нем на 0.9 п.п. до 2.4%. Банк при этом проводил консервативную политику отчислений в резервы (RUB0.3 млрд. за полгода), поддерживая показатель покрытия проблемных кредитов резервами на уровне выше 1.5х.

Основными источниками финансирования выступили средства корпоративных клиентов (+36% до RUB17.0 млрд.) и публичные заимствования (RUB2.5 млрд. облигаций 5-й серии). Также напомним, что в феврале 2011 банк разместил биржевые облигации 1й серии на сумму RUB2.5 млрд. Впрочем, мы ожидаем, что доля выпущенных ценных бумаг в фондировании не превысит 20% (15-16% по итогам 2010 года).



ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЛОКО-БАНКА

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	1П 10	2010
Чистые процентные доходы	1.7	1.2	0.7	1.6
Чистые комиссионные доходы	0.3	0.3	0.2	0.4
Операционные доходы до резервов	2.4	3.3	1.5	3.2
Операционные расходы	-1.3	-1.2	-0.7	-1.6
Отчисления в резервы	-0.6	-1.2	-0.3	-0.5
Чистая прибыль	0.4	0.6	0.4	0.8
Денежные средства	6.8	3.1	3.3	7.3
Ценные бумаги	3.5	5.5	7.3	8.6
Кредитный портфель, gross	22.2	21.3	26.4	34.4
Резервы	-0.9	-1.6	-1.6	-1.4
Кредитный портфель, нетто	21.3	19.7	24.7	33.1
Средства кредитных организаций	8.0	7.5	7.8	9.3
Средства клиентов	12.4	15.1	20.3	24.4
Долговые ценные бумаги размещенные	7.0	4.6	4.5	6.7
Субординированный долг	0.6	0.6	0.6	0.6
Собственный капитал	5	5	6	6
Активы	33	33	40	50
Показатели				
Доходность собственного капитала (ROAE)	9.9%	12.7%	15.3%	14.3%
Доходность активов (ROAA)	1.3%	1.9%	2.3%	1.9%
Расходы/доходы	53.2%	37.9%	46.3%	51.4%
Чистая процентная маржа (NIM)	6.0%	3.8%	4.2%	4.1%
NPLs(свыше 30 дней)/кредиты	3.7%	6.1%	3.3%	2.4%
Резервы/кредиты	4.1%	7.5%	6.2%	4.0%
Резервы/NPLs	1.1	1.2	1.9	1.6
Достаточность капитала 1 уровня (Tier 1)	0.0%	17.8%	15.7%	13.4%
Достаточность капитала (TCAR)	20.4%	20.2%	17.6%	14.7%

Источник: данные банка, НБ «Траст»

Примечательно, что банку удалось обеспечить рост чистых процентных поступлений (+26 п/к/п), поддержав тем самым уровень чистой процентной маржи (4.2-4.4% за полгода, по нашим оценкам). Однако прирост процентных доходов был компенсирован снижением операционной эффективности (коэффициент «Расходы/доходы» вырос до 51% с 46% в 1П 2010), а чистая прибыль сохранилась на уровне 1П 2010 в объеме RUB0.4 млрд.

На данный момент в обращении находятся 2 выпуска рублевых облигаций. По выпуску **Локо-Банк-5** назначена оферта в августе этого года, а **Локо-Банк БО-1** предлагает доходность YTP 7.32% к оферте через год, что, на наш взгляд, не представляет интереса.

Напомним также, что на прошлой неделе Локо-Банк заявил о намерениях разместить USD50 млн. субординированных еврооблигаций на 5.5 лет. Озвученные в СМИ ориентиры по купону в 10.50-11.50% мы считаем привлекательными, поскольку они обеспечивают премию к субординированным еврооблигациям Промсвязьбанка (YTM 7.70-7.90% через 5-6 лет) на уровне 270-370 бп. На наш взгляд, справедливый уровень премии не превышает 200-250 бп, с лихвой покрывая существенно меньшие объемы бизнеса Локо-Банка, большую премию за субординированность выпуска и незначительный объем предложения, а значит и невысокую ликвидность выпуска.

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

МЕТАЛЛУРГИЯ

Распадская (B1/B/NR): список претендентов расширился за счет крепких компаний; добавляет позитива при оценке бумаг компании

Сегодня Ведомости и Интерфакс, со ссылкой на источники, сообщают о том, что до 25 апреля будет составлен окончательный список претендентов на покупку 80% акций Распадской (пакеты Евраз и топ-менеджмента по 40%). В числе компаний, выразивших желание приобрести актив, не только Мечел, о котором уже было известно, но и ArcelorMittal, украинский Метинвест и СДС-Уголь.

КОММЕНТАРИЙ



На наш взгляд, такое пополнение списка претендентов на покупку угольной компании позитивно для Распадской. Как мы уже писали ранее (см. Навигатор долгового рынка от 29.03.2011), мы негативно относимся к возможности приобретения компании Мечелом в силу его высокой долговой нагрузки. В то же время финансовое положение и лидера мировой металлургии (ArcelorMittal), и крупнейшего украинского метхолдинга (Метинвест) нам нравится значительно больше, а потому возможность перехода контроля в их руки могла бы придать уверенности и инвесторам в бумаги Распадской. СДС-Уголь – гораздо менее публичная компания, а потому об ее кредитном профиле судить сложно.

Отметим, что в России у ArcelorMittal и Метинвеста довольно мало активов (у последней их вообще нет), в то время как СДС-Уголь работает как раз в Кемеровской области – основном регионе деятельности Распадской. Поэтому синергетический эффект был бы в таком случае больше, по крайней мере с операционной точки зрения. Тем не менее мы отдаем предпочтение финансово более крепким компаниям.

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

KazakhGold (WR): Полюс Золото и семья Ассаубаевых нашли новую схему раздела компании; определенности по-прежнему мало, а потому евробонд будет и дальше испытывать давление

Сегодня СМИ сообщают о том, что российским и казахстанским акционерам KazakhGold (ОАО «Полюс Золото» и семья Ассаубаевых соответственно) удалось договориться о новой схеме раздела компании. Стороны урегулируют конфликт до 14 мая при условии, что с российских акционеров будут сняты все уголовные обвинения, а также ликвидировано ограничение на проведение обратного поглощения акций (RTO) Полюса. Кроме того, AltynGroup (основной операционный актив KazakhGold) должна открыть безотзывной резервный аккредитив на USD100 млн.

По сути, Полюс Золото получит компанию-«коблочку» с листингом на Лондонской Фондовой Бирже. В ответ же казахстанским акционерам будет предоставлено эксклюзивное право на 4 месяца покупки всех производственных активов KazakhGold. В этот срок должен состояться выкуп «дочек» казахстанской компании на USD260 млн., а до конца 2012 года – в сумме на USD509 млн.

Данная новость, по сути, – очередной этап договоренности между российской и казахстанской сторонами. Предыдущее соглашение, достигнутое в декабре 2010 года, подразумевало, что к марту семья Ассаубаевых расплатится и возьмет на себя гарантии по выплате еврооблигаций **KazakhGold 13**.

КОММЕНТАРИЙ

На наш взгляд, текущая договоренность еще на несколько месяцев откладывает разрешение конфликтной ситуации. А в это время евробонд **KazakhGold 13** продолжает испытывать на себе давление: спред его доходности к выпуску **Severstal 13** с декабря вырос с 500 бп до почти 700 бп. Напомним, что именно в том месяце была достигнута первая договоренность акционеров и, очевидно, рынку не понравилась ситуация, при которой Ассаубаевы брали на себя ответственность за выплаты по евробондам. Мы считаем это справедливым, учитывая тот факт, что Полюс Золото – крепкая с кредитной точки зрения компания, а самостоятельное положение KazakhGold вызывает существенные опасения.

Достижение договоренности вряд ли добавит определенности в настроения рынка, а потому мы не рекомендуем покупать евробонд KazakhGold даже при столь высокой доходности (10.50% на 2 года).

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



Последние размещения

Выпуск	Объем , млн.	Купон, %	Лет до погашения/ оферта	УТМ / УТР, %
Группа ЛСР-360	2000	9.5	3	9.73
МДМ Банк-260	5000	8.15	3	8.32
БНП ПАРИБА-1	2000	7.7	3	7.85
Почта России-1	7000	8.25	5 / 3	NA / 8.42
ОТП Банк-2	2500	8.25	3	8.42
ЮТЭйр-Финанс-460	1500	9	3	9.31
ЮТЭйр-Финанс-560	1500	9	3	9.31
Внешэкономбанк-9	15000	7.9	10 / 5	NA / 8.06
Волга-Спорт-1	1400	9.75	11	9.29
АИЖК-18	7000	8	12 / 5	NA / 8.24

Налоговые выплаты

Дата	Налог
15 апреля	Страховые взносы во внебюджетные фонды
20 апреля	НДС
25 апреля	НДПИ и акцизы
28 апреля	Налог на прибыль

Ближайшие выпуски

Ориентир Дата	Выпуск	Объем , млн.	Купон	Лет до погашения/ оферта
12 апр 11	Иркутскэнерго-160	3000	TBD	3
14 апр 11	Первобанк-260	1500	TBD	3 / 1
14 апр 11	СКБ-Банк-560	2000	TBD	3 / 1
14 апр 11	Куйбышеввазот- Инвест-4	2000	TBD	5 / 3
15 апр 11	ВЭБ-Лизинг-3	5000	TBD	10
15 апр 11	ВЭБ-Лизинг-4	5000	TBD	10

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущи й купон	Новый купон	След. оферта/ Погашен ие
15 апр 11	Новопластуновское	23	12	12	14 окт 11
18 апр 11	Арктел-2	1 000	12		
19 апр 11	Тензор-160	300	12	12	18 окт 11
22 апр 11	Минплита Финанс	500	20		22 апр 11
22 апр 11	Объед. Кондитеры-2	3 000	15		
25 апр 11	Газпром нефть-4	10 000	16.7		
25 апр 11	Мой Банк-5	5 000	12.96	10	19 апр 12
25 апр 11	МосСельПром-2	1 500	14	12.25	12 апр 12
26 апр 11	Каспийская энергия	1 000	15.8		
26 апр 11	ПромТрактор-3	5 000	18	18	1 авг 11
26 апр 11	ЧТПЗ-3	8 000	8		
27 апр 11	Разгуляй Фин.-5	2 000	0	0	17 июл 11
29 апр 11	Первобанк-160	1 500	10		
5 май 11	БИН Банк-2	1 000	10.5		
5 май 11	МКБ-5	2 000	8.5		

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

Татьяна Андриевская
Николай Порохов
research.debtmarkets@trust.ru

ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

Торговые операции

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58
Кирилл Коваленко +7 (495) 647-25-97

Клиентские продажи

Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39
Олеся Курбатова +7 (495) 647-25-90
Артем Петросьян +7 (495) 647-25-67
Яна Шнайдер +7 (495) 647-25-74

sales@trust.ru

Департамент количественного анализа и информационного развития

Светлана Федоровых +7 (495) 786-23-46

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30 Russia 30

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации
TIBM12. Суверенный долг и ОВВЗ
TIBM13. Корпоративный внешний долг
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2. Навигатор долгового рынка
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленные информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться 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.