

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- Основным драйвером рынка UST стал озвученный президентом США амбиционный план сокращения дефицита бюджета, аукцион UST10 не повлиял на цены UST на вторичном рынке
- Разнонаправленная динамика в корпоративных и суверенных еврооблигациях; **отсутствие нефтяного «допинга»** негативно отразилось на рублевом евробонде РФ
- Неоднозначный внешний фон выльется в **невнятную динамику на открытии** торгов; оживление на рынке нефти может привести к позитиву
- Промсвязьбанк** озвучил ориентиры по доходности нового выпуска евробондов; условия считаем интересными
- ТКС-Банк** предлагает УТМ 11.5-11.75% по еврооблигациям на 3 года; ориентиры привлекательны
- Альфа-Банк** начинает роуд-шоу по выпуску евробондов; не ожидаем премии к вторичному рынку; еврооблигации интересны в качестве альтернативы выпускам суверенных банков ([стр. 2-4](#))

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- Ликвидность** стабилизировалась; какого-либо заметного подъема ставок денежного рынка до конца недели не ждем
- Рублевый долг:** в среду преобладали заметные продажи, что не помешало Минфину разместить почти весь объем **ОФЗ 26205**
- КуйбышевАзот** крайне успешно разместил рублевые облигации; пересмотра ценовых ориентиров в химическом секторе не ждем
- ВЭБ-Лизинг** и **МКБ** закрыли книги на покупку облигаций; видим потенциал для опережающего роста котировок для длинных выпусков ВЭБ-Лизинга ([стр. 5-6](#))

МАКРОЭКОНОМИКА

- Вопреки временному замедлению **годовая инфляция** рискует ускориться до **9.7%** в апреле – формальный повод для повышения ставок ЦБ ([стр. 7](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- Распадская:** подушка ликвидности и восстановление шахты не оставляют вопросов: еврооблигации будут погашены; однако их роста ждать уже не стоит
- Башнефть** может продать Лукойлу блокпакет в месторождениях Требса-Титова; позитивно, однако бонды вряд ли отреагируют ([стр. 8-9](#))
- Сняты обеспечительные меры, наложенные на Сильвинит. Объединению с **Уралкалием** теперь ничего не мешает, по всей видимости, слияние закончится к концу 2К 2011. Раньше этого срока выхода облигаций Уралкалия на вторичный рынок не ждем

СЕГОДНЯ

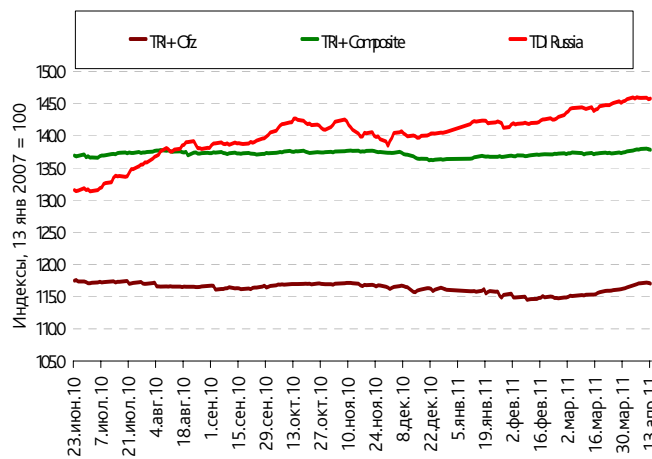
- Статистика **США:** первичные заявки на пособие по безработице, индекс цен производителей
- Размещение: **Первобанк БО-2, СКБ-банк БО-5, КуйбышевАзот-4**

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	Value	Д Day	Д Month	Д YTD
EMBI+Rus spread	↓ 167.00	-1.00	-30.00	-32.00
EMBI+ spread	↑ 259.95	2.97	-25.18	18.82
Russia 30 Price	↑ 116.36	+ 2/8	+ 4/8	+ 6/8
Russia 30 Spread	↑ 125.40	+2.30	-28.90	-23.10
Russia 5Y CDS	↓ 125.72	-1.16	-13.01	-20.79
UST 10y Yield	↓ 3.457	-0.06	+0.28	+0.12
BUND 10y Yield	↓ 3.434	-0.01	+0.35	+0.51
UST 10y/2y Yield	↓ 272.7	-2	+10	-1
Mexico 33 Spread	↑ 229	+3	-21	-3
Brazil 40 Spread	↓ 128	-7	-35	+179
Turkey 34 Spread	↑ 281	+7	-32	+24
ОФЗ 26199	↑ 5.07	+0.00	-0.44	-1.17
Москва 50	↓ 4.79	-0.41	-0.64	-1.09
Мособласть 8	↓ 7.01	-0.20	-0.53	-1.52
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	0.00
МТС 3	↓ 7.50	-0.00	+0.48	+0.04
Py6 / \$	↑ 28.115	+0.139	-0.612	-2.236
\$ / EUR	↓ 1.444	-0.004	+0.054	+0.109
Py6 / EUR	↑ 40.760	0.321	0.779	0.273
NDF 1 год	↑ 4.120	+0.070	-0.160	-0.580
RUR Overnight	↑ 3.00	+0.2	+0.3	
Корсчета	↓ 578.6	-13.60	+81.00	-309.70
Депозиты в ЦБ	↑ 853.0	+32.30	-95.00	+283.40
Сальдо опер. ЦБ	↑ 530.40	+24.50	-199.30	+594.20
RTS Index	↑ 2063.07	+0.58%	+8.60%	+16.39%
Dow Jones Index	↑ 12270.99	+0.06%	+5.66%	+5.14%
Nasdaq	↑ 2761.52	+0.61%	+5.53%	+2.60%
Золото	↑ 1456.88	+0.15%	+4.76%	+2.97%
Нефть Urals	↑ 117.99	+1.58%	+10.38%	+27.97%

TRUST Bond Indices

	TR	Д Day	Д Month	Д YTD
TRIP High Grade	↓ 253.71	-0.13	3.10	8.14
TRIP Composite	↓ 236.60	-0.11	1.05	2.41
TRIP OFZ	↓ 185.92	-0.16	2.63	1.91
TDI Russia	↑ 228.46	0.14	2.67	6.22
TDI Ukraine	↑ 229.48	0.40	4.85	7.19
TDI Kazakhs	↑ 188.43	0.33	2.86	6.55
TDI Banks	↓ 227.65	0.00	2.63	6.87
TDI Corp	↑ 242.18	0.07	3.40	7.48

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices




ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Основным драйвером рынка UST стал озвученный президентом США амбиционный план сокращения дефицита бюджета, аукцион UST10 не повлиял на цены UST на вторичном рынке

Основным драйвером покупок в UST вчера стало выступление президента США Б. Обамы, который озвучил план по сокращению дефицита госбюджета. План предполагает в течение последующих 12 лет снизить бюджетный дефицит на USD4 трлн., при этом президент назвал существующую позицию оппозиционной республиканской партии в вопросе бюджетного дефицита «излишне пессимистической».

В числе основных действий по сокращению дефицита бюджета президент назвал понижение расходов на оборону и повышение налогов для граждан с высоким уровнем доходов. Представители республиканской партии – за время пребывания у власти которой в лице президента Дж. Буша-младшего, собственно, и был накоплен существенный объем бюджетного дефицита – традиционно остались несогласными с позицией действующего президента. Таким образом, компромисс по вопросу размеров сокращения дефицита бюджета по-прежнему не найден – а ведь он является необходимым условием при республиканском большинстве в Конгрессе для подъема потолка госдолга с текущих USD14.294 трлн., до достижения которого остается менее USD60 млрд.

Рынок UST на выступление Б. Обамы ответил покупками – урезание бюджетных расходов соответствующим образом уменьшает навес первичного предложения на рынке UST. На закрытие основных торгов в США доходность **UST10** снизилась до 3.46%, оставаясь в пределах достигнутых уровней и на сегодняшнее утро.

Фактор вчерашнего аукциона **UST10** (предложение – USD21 млрд., переспрос составил 3.13х) оказался нейтральным для вторичного рынка UST. Хотя доходности UST в последние дни подросли и могли бы обусловить рост активности участников на первичных размещениях, видимо, сдерживающим ее фактором является именно напряженность в связи с балансированием Минфина США у верхней границы госдолга.

В числе прочих важных событий вторника, впрочем, не оказавших влияния на американский рынок долга, отметим публикацию ФРС Бежевой книги – доклада об экономической ситуации в регионах США, подведомственным 12 федеральным резервным банкам, образующим ФРС. Что-то примечательное в докладе выделить сложно, в целом он констатирует улучшение экономической ситуации умеренными темпами.

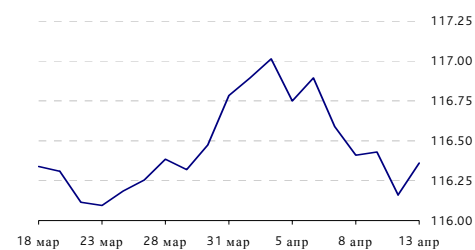
Разнонаправленная динамика в корпоративных и суверенных еврооблигациях; отсутствие нефтяного «допинга» негативно отразилось на рублевом евробонде РФ

Российский рынок еврооблигаций завершил торги среды разнонаправленной динамикой на неоднозначном внешнем фоне. В нефтегазовом секторе продажи наблюдались в длинных бумагах Лукойла (-20 бп), в то время как долгосрочные выпуски Газпрома, напротив, прибавили по 25-40 бп. Во втором эшелоне преобладающей тенденцией было снижение котировок, однако оно было не слишком примечательным. Умеренно подешевели и бумаги российских банков. Так, в минусе завершили день длинные евробонды Россельхозбанка и Альфа-Банка, потеряв в среднем по 10 и 15 бп соответственно.

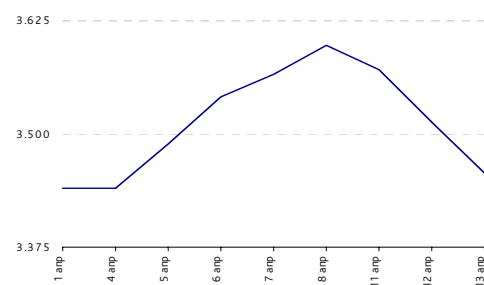
Суверенные выпуски, напротив, пользовались неплохим спросом у инвесторов. Евробонд **Russia 30** подорожал на 20 бп до 116.36% от номинала. Тем не менее, спред **Russia 30 – UST10** практически не изменился (125 бп по итогам среды). Исключением из общего тренда в суверенных бумагах стал рублевый евробонд. Потеряв поддержку в виде непреклонно растущей цены на нефть, **Russia 18R** просел накануне на 35 бп.

Мы бы также хотели обратить внимание на суверенные выпуски Белоруссии. **Belarus 15** и **Belarus 18** поднялись в цене в среднем на 50 бп, чему отчасти способствовало упомянутое нами накануне согласование между РФ и Белоруссией экономической политики последней как одного из условий выдачи кредита Минску.

Russia 30 (Price)



US Treasuries 10 Year (YTM)





Неоднозначный внешний фон выльется в невнятную динамику на открытии торгов; оживление на рынке нефти может привести позитив

Смешанная динамика, продемонстрированная российским долговым рынком в среду, вероятно, сохранится и в четверг. Во всяком случае, внешний фон не предполагает однозначного ответа на вопрос, как изменится в течение дня аппетит инвесторов к риску.

Азиатские фондовые индикаторы торгуются в отрицательной зоне на опасениях дальнейшего ужесточения монетарной политики в КНР, где завтра будут опубликованы мартовские данные по инфляции. По появившимся с утра неподтвержденным данным, годовой рост цен в прошлом месяце составил 5.3-5.4% против 4.9% в январе и феврале и при таргетируемом уровне на 2011 г в 4%. Фьючерсы на индексы США, в свою очередь, находятся на уровнях закрытия среды.

Рынок нефти, тем не менее, показывает определенное оживление после значительных потерь в последние несколько дней. Повышение стоимости «черного золота» вызвано как рекордным за многие годы снижением запасов бензина в США, так и сохраняющейся нестабильностью в регионе MENA. За баррель Brent в четверг предлагают USD122.6, что чуть выше отметки на момент завершения основных торгов в России.

Промсвязьбанк (Ba2/WR/BB-) озвучил ориентиры по доходности нового выпуска евробондов; условия считаем интересными

По данным Bond Radar, Промсвязьбанк озвучил ориентиры по 3-летним еврооблигациям на уровне YTM 6.25-6.50%. Сделка будет завершена на этой неделе. Объем выпуска еще неизвестен, однако ранее менеджмент банка планировал занять в 2011 году до USD500 млн. облигаций.

На наш взгляд, справедливое значение доходности находится в диапазоне YTM 6.0-6.2%, исходя из текущих доходностей главного выпуска Promsvyazbank 13 (YTM 5.39%) и субординированных Promsvyazbank 15, 16 (YTM 7.69-7.84%). В то же время, мы считаем, что бумаги Промсвязьбанка должны торговаться не выше выпусков ХКФ банка, в виду больших размеров бизнеса и несмотря на большее предложение оптового долга на внешнем рынке. Так, евробонд HCFB 14 торгуется с доходностью YTM 6.03%, что, на наш взгляд, отражает крепкое финансовое положение банка, высокий потенциал поддержки со стороны акционеров и компенсирует премию за более рискованный розничный бизнес. Поэтому, в случае размещения даже по нижней границе диапазона мы ожидаем опережающего роста котировок еврооблигаций Промсвязьбанка на вторичном рынке.

ТКС-Банк (B2/NR/B) предлагает YTM 11.5-11.75% по еврооблигациям на 3 года; ориентиры привлекательны

Bond Radar сообщает, что ориентир по еврооблигациям Банка «Тинькофф Кредитные Системы» (ТКС-Банк) озвучен в диапазоне YTM 11.5-11.75% к погашению через 3 года. Объем выпуска составит USD200 млн., а размещение бумаг планируется завершить в течение этой недели.

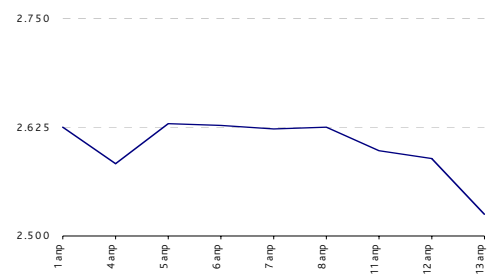
Мы считаем ориентиры интересными, поскольку премия бумаг к еврооблигациям розничного банка Ренессанс Кредит (YTM 9.13% к погашению в 2013 г.) составляет около 240-260 бп. На наш взгляд, справедливый уровень премии не должен превышать 150 бп за более длинную дюрацию и более высокие риски бизнес-модели ТКС-Банка.

Поэтому, даже при размещении по нижней границе бумаги будут представлять интерес в качестве инструмента до погашения для склонных к риску инвесторов. В то же время сохранится высокий потенциал для опережающего роста котировок бумаг на вторичном рынке.

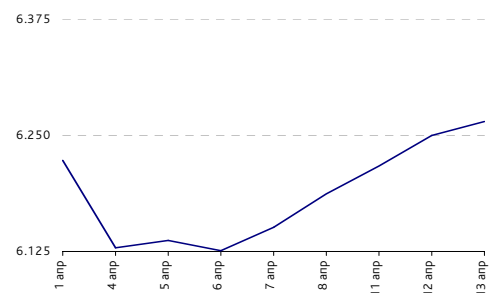
Альфа-Банк (Ba1/BB-/BB) начинает роуд-шоу по выпуску евробондов; не ожидаем премии к вторичному рынку; еврооблигации интересны в качестве альтернативы выпускам суверенных банков

Вчера Альфа-Банк озвучил намерения провести встречи с инвесторами с 14 апреля 2011 с последующим выпуском еврооблигаций. Детали сделки еще не раскрываются. Напомним, что ранее менеджмент озвучивал планы по размещению в 2011 году двух выпусков еврооблигаций на сумму USD0.5-

Brazil 40 (YTM)



Turkey 34 (YTM)





1 млрд. каждый.

Текущие выпуски еврооблигаций представляют собой наиболее качественный риск частных банков, что делает бумаги интересной альтернативой бумагам государственных банков. На наш взгляд, банк выбрал удачный момент для выпуска долга, и мы ожидаем увидеть значительный объем спроса, не рассчитывая на существенную премию в доходности к вторичному рынку. Так, евробонды Альфа-Банка торгуются с доходностью YTP 5.72-6.75% на диапазоне 5-7 лет.

Рублевый выпуск банка предлагает YTP 7.70% к оферте через 3 года, что не представляет торгового интереса в текущих рыночных условиях.

Алексей Тодоров, aleksey.todorov@trust.ru

☎ 647-23-62

Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 647-23-64

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru

☎ 647-23-59



ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Ликвидность стабилизировалась; какого-либо заметного подъема ставок денежного рынка до конца недели не ждем

На денежном рынке продолжает царить спокойствие. По состоянию на сегодняшнее утро чистый запас ликвидности практически не претерпел изменений, составляя RUB1.7 трлн. (-RUB7.6 млрд.), поскольку подавляющая часть выведенных с депозитов средств в размере RUB19.5 млрд. (снижение до RUB833.5 млрд.) была переведена на корсчета, подросшие вчера на RUB11.9 млрд. (до RUB590.5 млрд.). Однако ситуация может измениться уже сегодня с началом предварительных платежей по страховым взносам во внебюджетные фонды (до 15 апреля), которые, по нашим оценкам, могут оттянуть около RUB200 млрд. рублевой ликвидности из платежной системы. Впрочем, какого-либо заметного подъема ставок до конца недели мы не ожидаем.

Ввиду стабилизации состояния ликвидности ставки денежного рынка остаются сравнительно низкими. В сегменте межбанковских кредитов на 1 день они составляли на открытие привычные 2.9-3.15%, днем большинство сделок проходило по 3.05%, к вечеру же отдельные сделки можно было наблюдать и по 3.0%. Прежней остается стоимость фондирования в сегменте 1-дневного межбанковского РЕПО, где средние ставки под залог ОФЗ и облигаций 1-го эшелона держатся на уровне 3.54% (-1 бп) и 3.45% (-1 бп) соответственно. В секции рубль-доллар ставки по валютным свопам продолжают колебаться в узком диапазоне 2.6-2.9%.

Рублевый долг: в среду преобладали заметные продажи, что не помешало Минфину разместить почти весь объем ОФЗ 26205

На протяжении всей среды на рублевом рынке царили продажи. В сегменте ОФЗ основная «раздача» пришлось на среднюю часть суверенной кривой (выпуски с дюрацией 3-6 лет) – **ОФЗ 26204** (-41 бп), **ОФЗ 25077** (-25 бп), **ОФЗ 25075** (-13 бп). Тем не менее, на столь слабом рынке Минфин разместил практически весь объем 10-летнего выпуска **ОФЗ 26205** – RUB17.2 млрд. из предложенных RUB20 млрд., с переспросом 1.55x. Отсечение заявок прошло по верхней границе озвученного накануне ведомством диапазона доходности 7.90-8.00%, доходность размещения составила 7.99%. Сегодня в сегменте госбумаг на певичку выйдет ЦБ с RUB100 млрд. **ОБР-18**.

В субфедеральных и корпоративных выпусках также преобладали продажи. В первом и втором эшелонах продавались длинные ликвидные выпуски – **Газпром нефть-8** (-21 бп), 6-й и 7-й выпуски Вымпелком-Инвест, снизившиеся по цене на 21 бп.

КуйбышевАзот (NR) крайне успешно разместил рублевые облигации; пересмотра ценовых ориентиров в химическом секторе не ждем

В понедельник типичный представитель третьего эшелона – КуйбышевАзот – разместил 5-летние рублевые облигации с 3-летней офертой на RUB2 млрд. В итоге ставка купона по новому выпуску была установлена на уровне 8.60% (УТР 8.79%), что на 15 бп ниже минимальной границы первоначально маркируемого диапазона (8.75-9.00%).

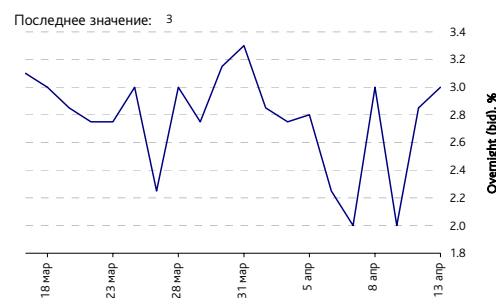
На наш взгляд, прошедшее размещение оказалось для КуйбышевАзота крайне успешным, так как компании удалось привлечь рублевый долг по цене лишь на 35 бп выше, чем Уралкалию, кредитное качество и размеры бизнеса которого заметно лучше, чем у КуйбышевАзота. Такой успех на фоне отказа от выпуска рублевого бонда на RUB3 млрд. лишь месяц назад наталкивает на мысль о том, что последнее размещение во многом носило технический характер.

Несмотря на малое предложение облигаций среди компаний химического сектора, мы считаем, что размещение КуйбышевАзота не спровоцирует повышенного интереса к бондам этой отрасли по причине их невысокой ликвидности (бумаги ЕвроХима) и значительной перекупленности (бонды Акрона).

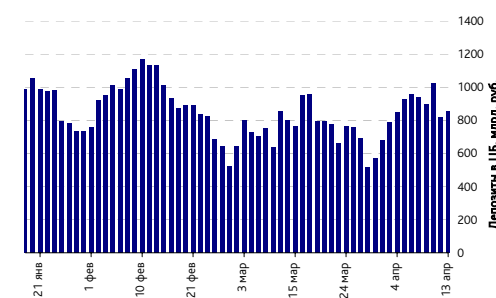
ВЭБ-Лизинг (Fitch: BBB) и МКБ (B1/NR/B+) закрыли книги на покупку облигаций; видим потенциал для опережающего роста котировок для длинных выпусков ВЭБ-Лизинга

Вчера ВЭБ-Лизинг и МКБ закрыли книги на покупку облигаций на сумму RUB15 млрд. и RUB5 млрд. соответственно. Оба банка понижали ориентиры на покупку бумаг в ходе сбора заявок и установили купоны, близкие по значению к нижним

Ставка overnight (максимум, bid)



Депозиты в ЦБ РФ





границам ориентировочных диапазонов.

ВЭБ-Лизинг установил купон на уровне 7.50% по выпуску **ВЭБ-Лизинг-3** (RUB5 млрд.) что предполагает УТР 7.64% к ofercie через 3 года. По бумагам **ВЭБ-Лизинг-4** и **ВЭБ-Лизинг-5** (объёмом RUB5 млрд. каждый) купон составляет 8.60%, или УТР 8.78% к 5-летней ofercie. В итоге более короткий выпуск предлагает премию не выше 30-40 бп к кривой бумаг ВЭБа, что, на наш взгляд, соответствует справедливому значению спреда. В то же время, на более длинном горизонте спред новых выпусков составляет 80-90 бп. Мы считаем, что премия не должна превышать 50-60 бп за более длинную дюрацию и большее по объёму предложение. Поэтому от выпусков 4-й и 5-й серий мы ожидаем опережающего роста котировок.

По новому выпуску **МКБ БО-4** был установлен купон по нижней границе диапазона в 8.00%, или УТР 8.16% к ofercie через 1.5 года. Размещение RUB5 млрд. 3-летних бумаг состоится завтра. Условия не предполагают премии к вторичному рынку, поэтому мы не ожидаем опережающего роста котировок облигаций. Так, **МКБ БО-1** предлагает УТР 8.22% к ofercie через 2 года.

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru

☎ 789-35-94

Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 647-23-64

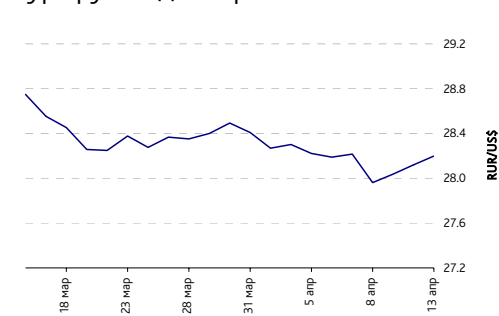
Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru

☎ 647-25-89

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru

☎ 647-23-59

Курс рубль/доллар



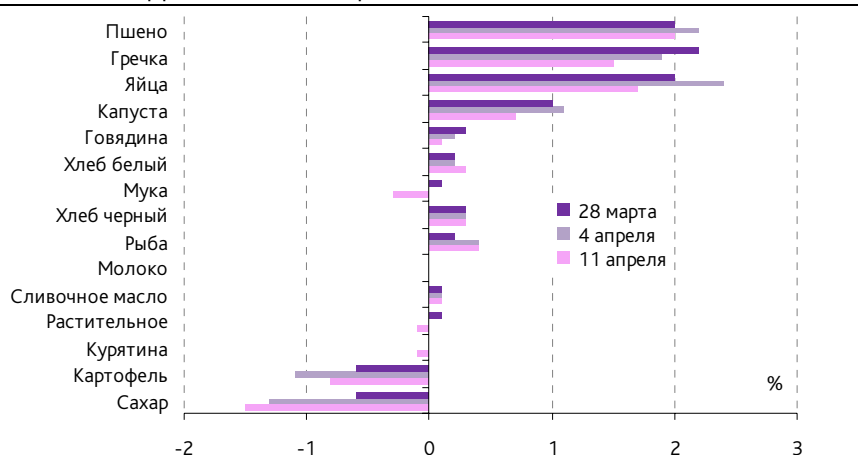


МАКРОЭКОНОМИКА

Вопреки временному замедлению годовая инфляция рискует ускориться до 9.7% в апреле – формальный повод для повышения ставок ЦБ

Согласно опубликованным вчера данным ФСГС, инфляция с 5 по 11 апреля 2011 г. четвертую неделю подряд держится на уровне 0.1%. Накопленный показатель с начала года достиг 4.0% против 3.3% за аналогичный период 2010 г.

ДИАГРАММА. НЕДЕЛЬНАЯ ИНФЛЯЦИЯ В МАРТЕ-АПРЕЛЕ 2011 Г.



Источник: ФСГС, расчеты НБ «Траст»

КОММЕНТАРИЙ

Если подробнее посмотреть на динамику отдельных позиций, входящих в индекс потребительских цен, можно отметить, что инфляция снижается уже третью неделю подряд, что находит отражение в сокращении среднесуточного темпа роста цен за сопоставимый период. При этом сохранение недельного показателя на уровне 0.1% объясняется исключительно особенностями округления при подсчете.

Одним из источников замедления инфляции служат стартовавшие в феврале зерновые интервенции, положительное воздействие которых растянуто во времени и как раз сейчас начинает ощущаться на стоимости круп (гречка, пшено), хлеба и муки. Вдобавок, стимулирование импорта недостающих на локальном рынке овощей и сахара путем временного снижения/отмены импортных пошлин, уже выражается в удешевлении сахара, картошки, моркови, лука и т.д. (всего плодоовощная продукция подешевела на минувшей неделе на 0.1%). Вдобавок, медленнее дорожает мясо (говядина, курятина), яйца, стабилизировались темпы роста цен на молочные продукты.

Между тем, исчерпание эффекта подавления роста цен на топливо (дизтопливо перестало дешеветь, а бензин дорожает на 0.2% в неделю) в ближайшее время способно свести на нет административные успехи снижения цен на продукты, а уровень продуктовой инфляции и так по-прежнему достаточно высок. Придать ускорение инфляции способно и более динамичное удорожание непродовольственных товаров. Не способствует замедлению роста цен и менее выраженное, чем месяцем ранее, укрепление рубля.

Прогноз Минэкономразвития по инфляции на апрель в 0.4% пока видится нам оптимистичным, так как текущие темпы роста цен подразумевают выход инфляции по итогам месяца как минимум уровень на 0.5%. В годовом выражении это будет означать ускорение показателя инфляции по итогам апреля до 9.7% против 9.5% месяцем ранее, что может послужить формальным аргументом в пользу повышения ставок Банком России.

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



ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

МЕТАЛЛУРГИЯ

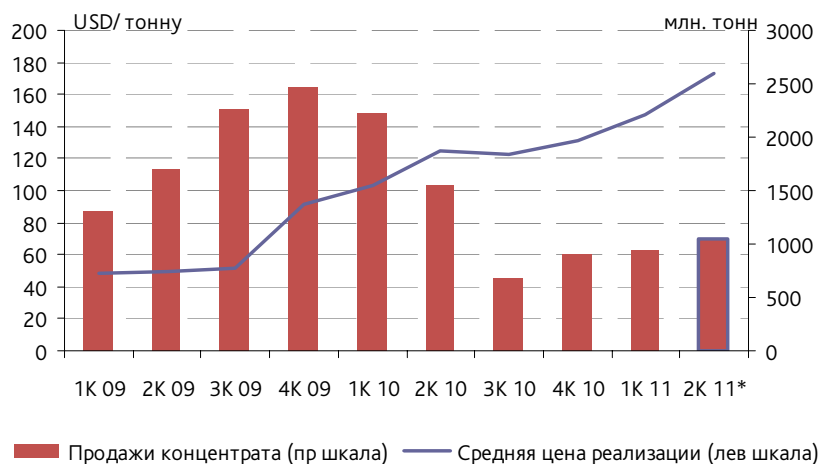
Распадская (B1/B/NR): подушка ликвидности и восстановление шахты не оставляют вопросов: еврооблигации будут погашены; однако их роста ждать уже не стоит

Вчера угольная компания Распадская опубликовала итоги финансовой деятельности по итогам 2010 года. Отчетный период оказался тяжелым для компании, что особенно ярко отразилось в результатах за 2П 2010 под воздействием крупной аварии на основной шахте в мае 2010 года (см. таблицу). Тем не менее, мы считаем, что по мере восстановления проблемной шахты, а также замещения выбывших мощностей новыми, Распадской удастся вывести масштабы деятельности к 2012 году на доаварийные уровни.

Наиболее пристальное внимание мы обращаем на темпы восстановления шахты Распадская, которое идет даже с опережением плана. В 2010 году на это было затрачено USD100 млн., из которых USD80 млн. было классифицировано как операционные расходы, остальное – капитальные. Это снизило рентабельность по EBITDA до 33% во 2П 2010 против 57% в первой половине года, а также сократило свободный денежный поток практически до нуля. В 2011 году на восстановление заложено еще USD180 млн., из которых USD80 млн. придется на капитальные затраты.

Мы считаем, что растущие цены на уголь окажут смягчающее воздействие на кредитный профиль Распадской. Так, цены, установленные компанией для клиентов на 2К 2011 выросли на 18% к предыдущему кварталу и таким образом, с учетом объявленных вчера же операционных результатов 1К 2010, мы ожидаем роста выручки до USD360 млн., хотя EBITDA по-прежнему будет находиться под давлением затрат на восстановление шахты. По нашим оценкам, ее значение составит USD80-90 млн.

ДИАГРАММА. ПРОДАЖИ И ЦЕНЫ НА УГОЛЬНЫЙ КОНЦЕНТРАТ РАСПАДСКОЙ



* Компания на днях достигла договоренностей со своими потребителями по ценам на 2К 2011, продажи за 2К 2011 - оценка НБ «Траст»
Источник: данные компании, НБ «Траст»

Самый сильный фактор, который позволит Распадской, на наш взгляд, пройти погашение еврооблигаций в мае 2012 – накопленная уже на конец 2010 года значительная подушка ликвидных средств. В совокупности денежные средства с краткосрочными банковскими депозитами даже превысили уровень валового долга: USD320 млн., что на USD10 млн. превосходит общий финансовый долг Распадской. Учитывая умеренную инвестиционную программу на 2011 год, а также небольшую вероятность новых M&A-сделок, мы считаем, что с таким уровнем ликвидности угольная компания и подойдет к погашению еврооблигаций через год.

Отметим, что компания придерживается очень консервативной политики в отношении долговой нагрузки – по сути еврооблигации на USD300 млн. всегда оставались единственным крупным долгом, инвестиции же и прочие расходы традиционно покрывались операционными денежными потоками. Как результат, «Долг/EBITDA» в последние 3 года не превышал 1.3х.

Еще один риск (помимо рыночного) для Распадской – неопределенность по



поводу того, кто станет новым собственником компании. Покупатель контрольного пакета у Евраза и топ-менеджмента Распадской может быть объявлен уже до конца апреля, в списке – ArcelorMittal, Метинвест, ENRC, Мечел и СДС-Уголь. При этом ни структура сделки (которая может затронуть баланс и самой Распадской), ни планы по новой стратегии работы компании пока не понятны.

Евробонд **Raspadskaya 12** продолжает торговаться в районе 104% от номинала, что говорит об уверенности инвесторов в погашении бумаг несмотря на аварию и продажу контроля в компании. Мы склонны согласиться с таким положением вещей и единственный остающийся вопрос – будет ли компания рефинансировать евробонд ближе к погашению или уйдет с долгового рынка.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ РАСПАДСКОЙ

МСФО, USD млн.	1П 08	2П 08	1П 09	2П 09	1П 10	2П 10
Выручка	607	594	148	349	466	240
EBITDA	425	447	49	205	264	78
Чистая прибыль	315	-36	-84	174	177	67
Чистый операционный денежный поток	338	220	51	146	221	64
Капвложения и приобретение ДЗО	151	133	74	78	109	63
Свободный денежный поток	187	87	-23	67	146	2
Совокупный долг в т.ч.	327	351	354	332	313	311
Краткосрочный долг	26	37	42	28	14	6
Денежные средства и эквиваленты	111	72	64	28	90	165
Краткосрочные банковские депозиты	46	115	87	150	196	158
Активы	1 938	1 761	1 656	1 850	2 007	2 075
Показатели						
EBITDA margin)	70.1%	75.4%	33.4%	58.7%	56.6%	32.7%
EBITDA/проценты (x)	31.4	32.7	3.9	16.2	19.3	6.1
Долг/EBITDA (x)	0.5	0.4	0.7	1.3	0.6	0.9
Чистый долг/EBITDA (x)	0.3	0.3	0.6	1.2	0.4	0.4
Долг/Собственный капитал (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2

Источник: данные компании, НБ «Траст»

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

НЕФТЬ И ГАЗ

Башнефть (NR) может продать Лукойлу блокпакет в месторождениях Требса-Титова; позитивно, однако бонды вряд ли отреагируют

Ведомости сообщают о том, что Башнефть договорилась о продаже 25%-ной доли в недавно приобретенных месторождениях им. Требса и Титова Лукойлу. Структура сделки пока не определена, оплата, по данным источников, скорее всего, будет произведена денежными средствами.

Суть сделки в том, чтобы дать доступ нефти с этих месторождений к инфраструктуре, уже имеющейся у Лукойла. В противном случае Башнефти пришлось бы самой строить трубопровод, таким образом, еще увеличив финансовую нагрузку в связи с освоением месторождений.

КОММЕНТАРИЙ

Мы считаем, что данный факт позитивен для обеих нефтяных компаний, хотя для Башнефти в большей степени. Несмотря на невысокую долговую нагрузку (по нашим оценкам, не выше 1.5x по показателю «Долг/EBITDA»), она может существенно вырасти в связи с разработкой Требса-Титова: счет идет на миллиарды долларов в перспективе ближайших 4 лет.

Будет ли далее подключаться к проекту индийская ONGC, пока не понятно, однако, на наш взгляд, финансовая поддержка Лукойла уже гарантирует высокую вероятность того, что средств для разработки будет достаточно.

Несмотря на позитивный характер новости, облигации Башнефти вряд ли отреагируют, так как их спреда к бумагам Лукойла уже торгуются с минимальными спредами – лишь 60 бп – при существенной разнице в кредитном качестве. Значительно большие масштабы бизнеса, а также более стабильные финансовые показатели Лукойла должны выливаться в более существенную премию на долговом рынке.

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



Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон,%	Лет до погашения/ оферта	УТМ / УТР, %
МДМ Банк-26о	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-46о	1500	9	3	9.31
ЮТЭйр-Финанс-56о	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
Иркутскэнерго-16о	3000	7.6	3	7.75

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
14 апр 11	Первобанк-26о	1500	8.5	3 / 1
14 апр 11	СКБ-Банк-56о	2000	8.25	3 / 1
14 апр 11	Куйбышевазот-Инвест-4	2000	8.6	5 / 3
15 апр 11	ВЭБ-Лизинг-3	5000	TBD	10 / 3
15 апр 11	ВЭБ-Лизинг-4	5000	TBD	10 / 5
15 апр 11	ВЭБ-Лизинг-5	5000	TBD	10 / 5

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/ Погашение
15 апр 11	Новопластуновское	23	12	12	14 окт 11
18 апр 11	Арктел-2	1,000	12		
19 апр 11	Тензор-16о	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	10.5	18 апр 12
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	12.5	24 апр 12
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-16о	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 OBB3
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. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваются выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.