

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- **Итоги торгов по еврооблигациям:** суверенные выпуски подешевели под давлением извне; отмечаем рост CDS-спреда РФ
- **Российский долговой рынок:** ждем снижения котировок на открытии и низкой активности; в фокусе – статистика по рынку труда США
- **Казкоммерцбанк** разместил USD300 млн. еврооблигаций; видим потенциал для роста котировок на вторичном рынке ([стр. 2](#))

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- **Ликвидность** продолжает расти, **ставки** денежного рынка снижаются до привычных уровней
- **Корзина** по итогам четверга выросла, рубль с утра вновь укрепляется
- На **рублевом рынке** во второй половине дня возобладало снижение цен в ответ на ухудшение внешней конъюнктуры. На торги вышли новые выпуски **ВЭБ-Лизинга**, лидировавшие по объему сделок в первом эшелоне ([стр. 3](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- S&P присвоило **ВЭБ-Лизингу** рейтинг на уровне «BBB»; длинные рублевые бонды интересны
- **РСХБ** предоставил отчетность по МСФО за 2010; кредитный портфель активно растет, но ухудшение его качества не позволяет наращивать прибыльность бизнеса; из бумаг банка интерес представляют рублевые евробонды
- **Темирбанк** опубликовал отчетность за 2010 год и 1К 2011 по МСФО; нейтрально относимся к еврооблигациям банка
- **КОС** опубликовал позитивную отчетность по МСФО за 2010 г.; структура кредитного портфеля заметно улучшилась, однако долговая нагрузка еще велика; евробонды оценены справедливо ([стр. 4-7](#))

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

- Еврооблигации **Сбербанка** очень привлекательны как альтернатива суверенным выпускам: покупать спред **Sberbank 15 – Russia 15** в размере 80-90 бп против **Sberbank 17 – Russia 30** в 30 бп
- Покупать и держать до погашения **Sinek 15**, который, исходя из финансов и квазисуверенного статуса, недооценен по отношению к нефтяным компаниям
- Успешное размещение локальных облигаций **РусГидро** должно вызвать повышенный спрос на ее рублевый евробонд, доходность которого должна быть как минимум на 50 бп меньше, чем доходность локальных бумаг
- Бумаги **Интуриста** имеют наилучшее соотношение риск/доходность в секторе ритейл
- Выпуск **ПрофМедиа**, который имеет спред к прочим облигациям рейтинговой группы В+ до 150-200 бп, безусловно заслуживает покупки
- Выпуск **ТД «Детский мир»** выглядит привлекательно, в выплате долга при наличии гарантий Москвы мы не сомневаемся
- **Русал Братск-7** имеет хорошие перспективы торговаться ниже кривой Мечел-Евраз в случае продолжения выправления кредитного качества

СЕГОДНЯ

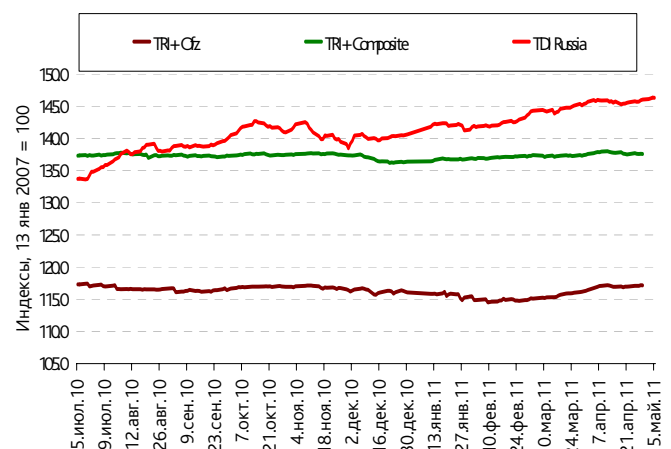
- Статистика **США:** отчет Минтруда по безработице

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

		Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↑	192.00	7.00	35.00	-7.00
EMBI+ spread	↑	283.14	4.76	34.78	42.01
Russia 30 Price	↓	116.99	- 2/8	+ 3/8	+1 3/8
Russia 30 Spread	↑	142.70	+7.80	+31.20	-5.80
Russia 5Y CDS	↑	131.54	+3.24	+8.12	-14.97
UST 10y Yield	↓	3.17	-0.05	-0.40	-0.16
BUND 10y Yield	↓	3.213	-0.08	-0.21	+0.29
UST 10y/2y Yield	↓	258.3	-5	-17	-15
Mexico 33 Spread	↑	243	+4	+18	+12
Brazil 40 Spread	↓	117	-4	-15	+167
Turkey 34 Spread	↑	294	+9	+35	+37
ОФЗ 26199	↓	5.43	-0.07	+0.39	-0.81
Москва 50	↑	4.94	+0.14	+0.00	-0.94
Мособласть 8	↑	7.00	+0.04	-0.30	-1.52
Газпром 4	↔	7.90	-	0.00	0.00
MTC 3	↑	7.22	+0.49	+0.21	-0.24
Руб / \$	↓	27.263	-0.072	-0.954	-3.088
\$ / EUR	↓	1.454	-0.028	+0.024	+0.119
Руб / EUR	↑	40.542	0.021	0.263	0.054
NDF 1 год	↑	4.430	+0.070	+0.380	-0.270
RUR Overnight	↑	3.00	+0.5	+1.0	
Корочета	↓	652.3	-67.80	+110.20	-236.00
Депозиты в ЦБ	↑	396.9	+133.40	-543.00	-172.70
Сальдо опер. ЦБ	↑	199.90	+137.00	-498.00	+263.70
RTS Index	↓	1899.16	-2.61%	-9.30%	+7.14%
Dow Jones Index	↓	12584.17	-1.10%	+1.41%	+7.83%
Nasdaq	↓	2814.72	-0.48%	+0.66%	+4.58%
Золото	↓	1488.68	-1.93%	+1.84%	+5.22%
Нефть Urals	↓	105.99	-9.46%	-10.70%	+14.96%

TRUST Bond Indices

		TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TDI Russia	↓	229.31	-0.03	0.63	7.06
TDI Ukraine	↓	231.21	-0.20	1.58	8.91
TDI Kazakhs	↓	188.47	-0.12	0.39	6.60
TDI Banks	↑	228.81	0.07	1.13	8.04
TDI Corp	↓	242.29	-0.04	-0.28	7.59

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices




ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Итоги торгов по еврооблигациям: суверенные выпуски подешевели под давлением извне; отмечаем рост CDS-спреда РФ

Российский рынок валютного долга в четверг не избежал негативных тенденций, царивших на мировых торговых площадках. Слабые статданные по экономике США, стремительно дешевеющая нефть и падающие фондовые индексы вылились в снижение стоимости индикативного евробонда **Russia 30** на 20 бп – до 116.88% от номинала. Спред **Russia 30 – UST10** расширился почти на 10 бп – до 145 бп. Рублевый евробонд **Russia 18R** также ощутил на себе удар извне – выпуск подешевел на 20 бп до 106.46% от номинала. Мы бы также хотели отметить рост российского странового 5-летнего CDS-спреда. Показатель увеличился на максимальную с середины апреля величину, 4 п. – до 132 п.

Российский долговой рынок: ждем снижения котировок на открытии и низкой активности; в фокусе – статистика по рынку труда США

После наблюдавшейся накануне существенной распродажи на товарных рынках (нефть за четверг подешевела на 8.6%, а серебро потеряло с начала текущей недели уже 27.3%) мы не рассчитываем на какое-либо позитивное изменение внешнего фона. В нашем понимании даже публикация сильных данных по рынку труда США (что само по себе маловероятно, учитывая опубликованный ранее и не оправдавший ожидания рынка отчет от компании ADP) вряд ли сможет улучшить настроения инвесторов. Мы ждем негативного открытия торгов на российском долговом рынке при низкой активности, учитывая предстоящие длинные выходные. Низкая ликвидность, в свою очередь, может стать фактором сильного снижения цен.

Показатели с торговых площадок с утра в пятницу также говорят в пользу снижения котировок по российским долговым бумагам. Ведущие фондовые индексы стран Азии теряют около 1%, а фьючерсы на американский индекс S&P500 находятся в символическом минусе.

Баррель Brent торгуется ниже USD112. При этом мы бы хотели отметить, что резкий разворот в динамике «черного золота» неправомерно было бы связывать с выходом крайне слабых данных по числу первичных заявок на пособия по безработице. Последние были опубликованы лишь в 16:30 МСК, в то время как инвесторы начали активно избавляться от сырья еще в 12:00 МСК. За четверг волатильность в нефти выросла с 30.8 до 36.8 (в терминах Crude Oil Volatility Index – OVX). На следующей неделе мы ждем продолжения удешевления нефти и commodities в целом, а любые отскоки цен вверх рекомендуем рассматривать как возможности для наращивания коротких позиций.

Казкоммерцбанк (ВаЗ/В/В-) разместил USD300 млн. еврооблигаций; видим потенциал для роста котировок на вторичном рынке

Казкоммерцбанк разместил USD300 млн. евробондов с погашением через 7 лет. Банк предложил привлекательную премию к вторичному рынку, установив купон на уровне 8.50%, что при цене 99.35% от номинала обеспечило покупателям YTM 8.63%.

Мы видим потенциал роста котировок новых бумаг на вторичном рынке при благоприятной рыночной конъюнктуре, поскольку оцениваем справедливое значение доходности не выше YTM 8.40%. На данный момент более короткие евробонды банка предлагают доходность YTM 7.42/7.85% на горизонте 4-5 лет. Из обращающихся евробондов наибольший интерес представляют субординированные выпуски **ККВ 16** и **ККВ 17**, которые предоставляют слишком большую премию к старшим выпускам.

Алексей Тодоров, aleksey.todorov@trust.ru

☎ 647-23-62

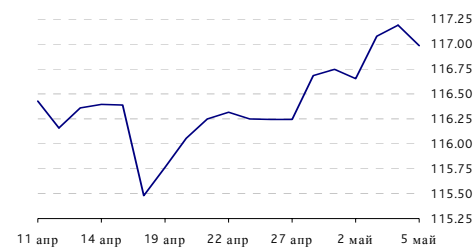
Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 647-23-64

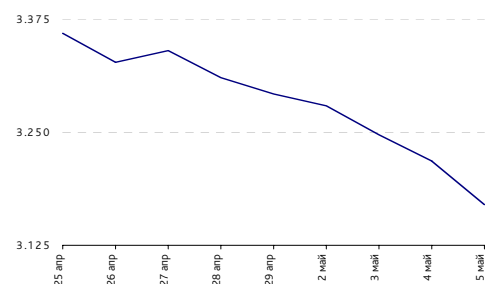
Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru

☎ 647-23-59

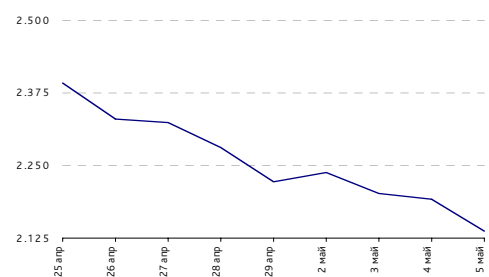
Russia 30 (Price)



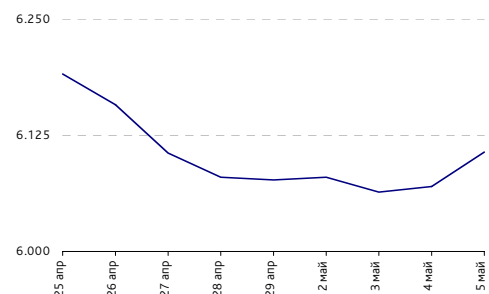
US Treasuries 10 Year (YTM)



Brazil 40 (YTM)



Turkey 34 (YTM)





ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Ликвидность продолжает расти, ставки денежного рынка снижаются до привычных уровней

Увеличение объема ликвидности в системе продолжается, и относительно недельной давности ситуация выглядит гораздо более стабильно. Чистая ликвидная позиция банков по итогам операций в четверг выросла до RUB1.34 трлн. (+RUB53.7 млрд.). Корсчета достигли RUB657.9 млрд. (+RUB5.6 млрд.), остатки на депозитах – RUB455.7 млрд. (+RUB46.2 млрд.). На начало пятницы банки полностью погасили задолженность по операциям РЕПО с ЦБ, к заимствованиям через которые прибегали с прошлой пятницы.

Ставки денежного рынка также возвращаются к привычным уровням (скорректированным на повышение ставок ЦБ). Однодневное междилерское РЕПО под залог ОФЗ и облигаций первого эшелона на конец дня в четверг стоило 3.75% против 4.0% на утро. Сегодня с утра ставки по РЕПО остаются на уровне 3.75-3.80% – соответственно, никакой напряженности в преддверии длинных выходных на денежном рынке не наблюдается.

Корзина по итогам четверга выросла, рубль с утра вновь укрепляется

Хотя негатив со стороны внешних рынков в последнее время проявлялся после закрытия валютных торгов на ММВБ (17:00 МСК), вчера рынки начали «сыпаться» еще до обеда. В итоге бивалютная корзина, начав торговый день в пределах цены закрытия среды (открытие прошло на уровне RUB33.30), по итогам дня выросла до RUB33.46. С открытия пятничных торгов рубль укрепляется (RUB33.33 по корзине). Пока сложно сказать, как поведут себя участники в преддверии длинных выходных.

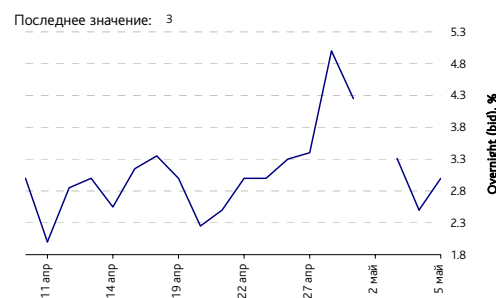
На рублевом рынке во второй половине дня возобладало снижение цен в ответ на ухудшение внешней конъюнктуры. На торги вышли новые выпуски ВЭБ-Лизинга, лидировавшие по объему сделок в первом эшелоне

В рублевом долге в четверг на ухудшении внешнего фона во второй половине дня возобладали продажи. В целом из ликвидных выпусков ростом день завершил **ОФЗ 25077** (+4 бп), размещавшийся на аукционе Минфина в среду. Заметная активность и ликвидный рынок присутствовали в **ОФЗ 25075** (-20 бп), который несколько короче **ОФЗ 25077** в терминах дюрации (3.65 лет). В дальнейшем конце суверенной кривой «подпродали» **ОФЗ 26204** (-7 бп), небольшой оборот торгов наблюдался в **ОФЗ 26205** (-5 бп).

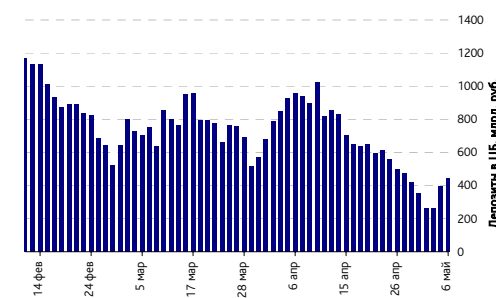
В первом эшелоне наибольшие обороты торгов вчера сосредоточились в вышедших на вторичные торги выпусках **ВЭБ-Лизинг-3,4,5**. В числе прочих выпусков активизировались торги в средних/длинных бумагах ВЭБа: **ВЭБ-9** (+16 бп) и **ВЭБ-6** (-4 бп).

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

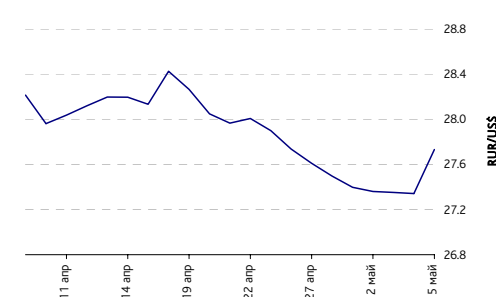
Ставка overnight (максимум, bid)



Депозиты в ЦБ РФ



Курс рубль/доллар





ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

БАНКИ И ФИНАНСЫ

S&P присвоило ВЭБ-Лизингу (NR/BVB/BVB) рейтинг на уровне «BBB»; длинные рублевые бонды представляют больший интерес

Вчера рейтинговое агентство S&P присвоило компании ВЭБ-Лизинг рейтинг на уровне BBB со «стабильным» прогнозом.

В качестве основных сильных сторон кредитного профиля ВЭБ-Лизинга аналитики отмечают поддержку материнского банка и сильную рыночную позицию компании.

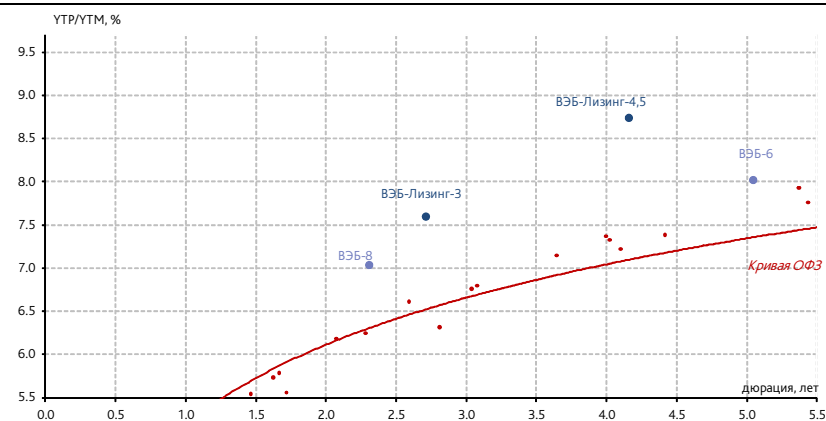
В качестве факторов риска выделяются высокая концентрация лизингового портфеля и зависимость фондирования от средств ВЭБа (47% пассивов компании).

КОММЕНТАРИЙ

Мы считаем справедливой оценку кредитного качества ВЭБ-Лизинга агентством S&P, которая соответствует уровню рейтинга от Fitch.

Мы согласны с мнением аналитиков, что основным фактором кредитоспособности компании является поддержка со стороны государства в лице ВЭБа как в отношении предоставления капитала, так и в отношении источников финансирования. На наш взгляд, предоставление банком необходимых средств компании обусловит опережающую рынок динамику лизингового портфеля ВЭБ-Лизинга и в 2011 году.

ДИАГРАММА. ДОХОДНОСТЬ ВЫПУСКОВ ВЭБ-ЛИЗИНГ



Источник: ММФБ, НБ «Траст»

Вчера состоялся первый день торгов новыми выпусками ВЭБ-Лизинг-3,4,5. ВЭБ-Лизинг-3 торговался по цене около номинала, обеспечивая доходность УТР 7.60% к оферте через 3 года. Как мы и ожидали, выпуски ВЭБ-Лизинг-4,5 продемонстрировали более позитивную динамику цен: котировки выросли на 20 бп. На наш взгляд, бумаги должны торговаться с премией к кривой ВЭБа на уровне не выше 50 бп против текущих 100 бп, поэтому рассчитываем на дальнейший рост котировок бумаг при благоприятной рыночной конъюнктуре.

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

РСХБ (Ваа1/NR/BVB) предоставил отчетность по МСФО за 2010; кредитный портфель активно растет, но ухудшение его качества не позволяет наращивать прибыльность бизнеса; из бумаг банка интерес представляют рублевые евробонды

КОММЕНТАРИЙ

Вчера РСХБ опубликовал итоги деятельности за 2010 год по МСФО, которые мы находим умеренно позитивными. Банк сумел сохранить позитивную динамику кредитного портфеля и нарастить чистую процентную маржу. Однако ухудшение качества активов не позволило снизить уровень отчислений в резервы.

За 2П 2010 года кредитный портфель банка увеличился на 7.3% до RUB746 млрд. при опережающих темпах роста объема кредитов физическим



лицам (+16.1% до RUB85 млрд.). Отметим, что в 1П 2010 розничный кредитный портфель отставал по темпам роста от совокупного объема кредитов (10.1% против 13.2%). Увеличение доли более дорогостоящих займов частным клиентам (+0.9 п.п. до 11.4% в портфеле) позволило поддержать рост **чистой процентной маржи** до 6.4% за 2010 год.

К негативным моментам стоит отнести снижение **качества кредитного портфеля**: доля NPLs увеличилась в нем на 3.3 п.п. за год до 7.6%. Это обусловило рост отчислений в резервы в 2010 более чем в два раза относительно 2009 года и компенсировало положительный эффект от роста маржинальности и операционной эффективности бизнеса. В итоге **показатели прибыльности** остались на очень низких для сектора уровнях (ROAE 0.3%).

К рублевым бондам на внутреннем рынке мы относимся нейтрально: премия к ОФЗ составляет 75-100 бп на диапазоне 1-3 года. Долларовые еврооблигации предлагают на данный момент премию в 100-110 бп к суверенной кривой, что также не представляет интереса.

Мы считаем, что у рублевых еврооблигаций банка есть потенциал для роста котировок при сохранении спроса со стороны инвесторов на рублевый евробонд **Russia 18R**. На данный момент **RussAgrBank 16R** (YTM 8.00%) при менее короткой дюрации торгуется с премией 130-135 бп, что является явно завышенным уровнем и мы рассчитываем на сужение спредов.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ РСХБ

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	1П 10	2010
Чистые процентные доходы	26.6	35.1	23.6	51.7
Чистые комиссионные доходы	2.0	2.8	1.3	2.8
Операционные доходы до резервов	29.1	34.3	24.6	52.8
Операционные расходы	-16.3	-20.0	-11.4	-23.6
Отчисления в резервы	-9.5	-13.4	-12.9	-28.5
Чистая прибыль	2.1	0.3	0.2	0.4
Денежные средства	83.2	95.0	62.9	81.0
Ценные бумаги	37.1	37.6	40.4	44.0
Кредитный портфель, гросс	468.9	614.4	695.3	745.6
Резервы	-16.6	-30.0	-42.8	-57.0
Кредитный портфель, нетто	452.3	584.4	652.5	688.6
Средства кредитных организаций	137.3	129.5	101.0	101.5
Задолженность перед ЦБ	105.8	70.1	7.3	4.1
Средства клиентов	154.5	230.3	315.8	386.3
<i>в т.ч. частых клиентов</i>	50.4	81.3	0.0	127.7
Долговые ценные бумаги размещенные	185.8	229.1	267.7	267.4
Субординированный долг	45.5	46.4	47.0	46.5
Собственный капитал	67.8	115.5	116.3	117.6
Активы	713.1	830.7	861.4	930.8
Показатели				
Доходность собственного капитала (ROAE)	4.0%	0.3%	0.3%	0.3%
Расходы/Доходы	55.9%	58.4%	46.4%	44.6%
Чистая процентная маржа (NIM)	6.0%	5.4%	6.0%	6.4%
NPLs (свыше 90 дней)/Кредиты	2.3%	4.3%	н.д.	7.6%
Резервы/NPLs, (x)	1.5	1.1	н.д.	1.0
Достаточность капитала (Н1)	18.7%	21.7%	21.3%	18.9%

Источник: данные банка, НБ «Траст»

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

Темирбанк (WR/B/B-) опубликовал отчетность за 2010 год и 1К 2011 по МСФО; нейтрально относимся к еврооблигациям банка

КОММЕНТАРИЙ

Темирбанк опубликовал финансовые итоги деятельности по МСФО за 2010 год, а также предоставил укороченную версию отчетности за 1К 2011 года. Итоги банка мы оцениваем умеренно негативно: несмотря на признаки восстановления деятельности. Доля проблемных кредитов в портфеле еще слишком высока, и мы не рассчитываем на существенное улучшение ситуации в 2011 году.

Доля просроченных кредитов в кредитном портфеле банка сократилась с начала 2010 года на 11.6 п.п. до 48.1% к 1К 2010. Однако мы бы не стали говорить о тенденции улучшения качества кредитного портфеля, поскольку доля неработающих кредитов (согласно данным АФН) продолжает увеличиваться (до



55% от портфеля к 01.04.2011). В то же время необходимость активных списаний и продажи просроченных займов существенно ограничивает возможность восстановления позитивной динамики объема кредитов до отчисления в резервы (-16% за 2010 год до KZT241.6 млрд.).

К позитивным моментам стоит отнести восстановление положительных **ЧИСТЫХ ПРОЦЕНТНЫХ ДОХОДОВ** с 3К 2010 (по KZT2-3 млрд. за квартал). Однако отметим, что низкое качество кредитного портфеля обуславливает существенный разрыв в начисленных и полученных процентных доходах: до 50-60%, по данным за 2010 год. Поэтому мы пока скептически относимся к видимому росту чистых процентных поступлений в 1К 2010 за неимением данных показателей отчета о движении денежных средств.

Еврооблигации банка на данный момент не отличаются высокой ликвидностью и предлагают премию к выпускам Казкоммерцбанка не выше 100 бп. Мы не считаем бумаги интересными для инвесторов.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТЕМИРБАНКА

МСФО, KZT млрд.	2008	2009	2010	1К 11
Чистые процентные доходы	14.0	4.9	3.9	2.6
Чистые комиссионные доходы	1.6	1.4	1.5	0.4
Операционные доходы до резервов	15.1	-14.1	6.0	3.5
Операционные расходы	-10.3	-9.3	-8.8	-2.3
Отчисления в резервы	-8.3	-75.1	-19.6	-0.3
Чистая прибыль	-3.4	-95.5	80.9	0.9
Денежные средства	15.1	8.5	26.7	29.9
Ценные бумаги	22.0	12.8	32.0	24.3
Кредитный портфель, нетто	249.5	197.3	166.9	167.1
Средства кредитных организаций	35.3	72.9	10.6	10.6
Средства клиентов	63.3	48.0	130.5	133.4
Долговые ценные бумаги размещенные	151.3	154.9	46.7	47.2
Собственный капитал	44.6	-50.5	55.6	56.5
Активы	294.9	226.5	244.0	248.3
Показатели				
Доходность активов (ROAA)	-1.1%	-36.6%	34.4%	1.4%
Расходы/доходы	67.9%	-65.8%	145.2%	66.3%
Чистая процентная маржа (NIM)	4.9%	2.0%	1.9%	1.3%
NPLs/кредиты*	14.6%	59.7%	48.7%	48.1%
Достаточность капитала (К 1)	18.2%	-46.9%	11.0%	7.9%

*По данным АФН

Источник: данные банка, НБ «Траст»

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

ПРОМЫШЛЕННОСТЬ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ РЫНОК

КОС (NR/WR/CC) опубликовал позитивную отчетность по МСФО за 2010 г.; структура кредитного портфеля заметно улучшилась, однако долговая нагрузка еще велика; евробонды оценены справедливо

Крупный российский игрок химической отрасли – Казаньоргсинтез – опубликовал консолидированную отчетность по МСФО за 2010 г.

КОММЕНТАРИЙ

Операционные показатели продемонстрировали ожидаемый рост благодаря увеличению цен на основную продукцию КОСа, а именно полиэтилен низкого и высокого давления. Несмотря на существенный рост цен на сырье (природный газ) и электроэнергию, рентабельность по EBITDA компании увеличилась до 21%.

Отметим, что чистый операционный поток компании во 2П 2010 г. вышел на положительную территорию и составил по итогам года RUB1.2 млрд., что все же оказалось на 62% меньше, чем в 2009 г. КОС также активизировал инвестиционную программу, поэтому ожидать от него снижения совокупного долга в ближайшее время не приходится.

За 2010 г. кредитное качество КОСа заметно улучшилось. Наиболее значимым стало изменение структуры кредитного портфеля компании: теперь почти весь долг компании – долгосрочный. Долговая нагрузка не выглядит столь устрашающе, как год назад, показатель «Чистый долг/EBITDA» по итогам 2010 г. составил 4.1x.



ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ КОСА

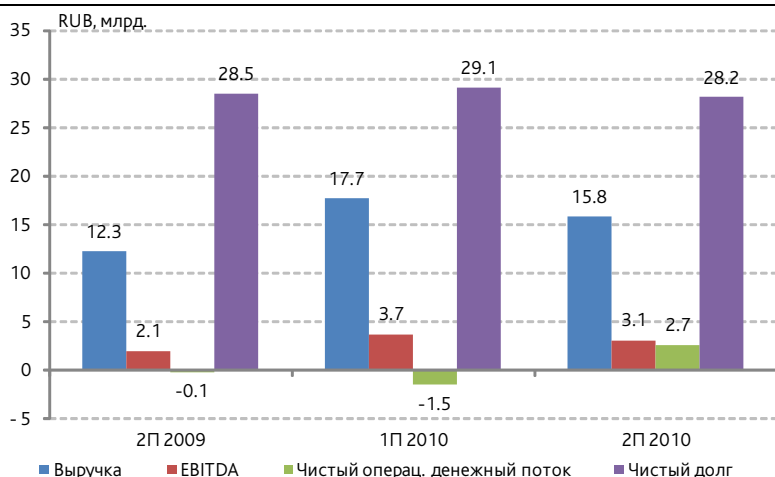
МСФО, RUB млрд.	2009	1П 10	2010	2П/1П	10/09
Выручка, в т.ч.	22.0	17.7	33.6	-11%	53%
Полученная на внутреннем рынке	15.6	12.6	24.7	-5%	58%
Полученная от экспорта	6.4	5.1	8.9	-25%	38%
ЕБИТДА	3.6	3.7	6.9	-16%	89%
Чистая прибыль	-2.1	0.8	1.0	-77%	
Чистый операц. денежный поток	3.1	-1.5	1.2		-62%
Капвложения и М&А	1.6	0.2	2.4	>500%	50%
Свободный денежный поток	1.5	-1.7	-1.2		
Совокупный долг, в т. ч.	29.5	29.5	29.1	-2%	-1%
Краткосрочный долг	29.1	0.6	0.7	19%	-98%
Денежные средства и эквиваленты	1.0	0.4	0.9	117%	-11%
Активы	46.1	44.7	45.3	1%	-2%
Показатели					
ЕБИТДА margin, %	16.6	21.2	20.6		
ЕБИТДА/проценты	2.1	1.4	1.4		
Долг/ЕБИТДА*	8.1	5.1	4.2		
Чистый долг/ЕБИТДА*	7.8	5.0	4.1		
Долг/Собственный капитал	3.2	3.0	2.8		

* значение ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источники: данные компании, НБ «Траст»

Однако в 2010 г. совокупная стоимость обслуживания долга КОСа превысила RUB4.8 млрд., т.е. фактически достигла размера ЕБИТДА. Отметим, что компании все же удалось в конце 2010 г. снизить стоимость обслуживания кредита, полученного от Сбербанка и группы ТАИФ, совокупными объемами около RUB18.7 млрд. и RUB6.6 млрд. соответственно с 14% до 10%. Кроме того, на прошлой неделе появилось сообщение о том, что КОС планирует рефинансировать кредиты Сбербанка и группы ТАИФ средствами Газпромбанка. По заявлению менеджмента компании, стоимость обслуживания долга еще больше снизится.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ КОСА



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Небольшие объемы еврооблигаций КОСа можно купить с доходностью около 8.30% годовых при дюрации 3.2 года. В абсолютном выражении это, пожалуй, самый доходный евробонд среди бумаг промышленного сектора. Однако мы отмечаем сохраняющиеся высокие кредитные риски компании и невыгодное по отношению к другим кредиторам положение облигационеров. Даже в том случае, если КОС рефинансирует кредит Сбербанка средствами Газпромбанка, держатели евробондов окажутся кредиторами «второй очереди». Мы нейтрально смотрим на еврооблигации КОСа и не ожидаем, что они будут сокращать спред к суверенной кривой в среднесрочной перспективе.

Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru
☎ 647-25-89



Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон, %	Лет до погаш-я/ оферта	УТМ / УТР, %
ХКФБанк-16о	3000	6.65	3 / 1	NA / 6.36
ХКФБанк-36о	4000	7.9	3 / 2	NA / 8.12
ГСС-26о	3000	7.5	3 / 1	NA / 7.60
ГСС-36о	3000	8.25	3 / 2	NA / 8.40
Магнит-66о	5000	7.75	3	7.89
ТрансФин-М-26о	1250	8	3	8.16
КредитЕвропа-16о	5000	8.1	3	8.26
Кузбассэнерго-Финанс-2	5000	8.7	10 / 5	NA / 8.89
ГПБ-Ипотека Два-1	5507	7.5	30	7.76
УБРИР-2	2000	9.5	3 / 1	NA / 9.72

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущ. купон	Новый купон	След. оферта/ Погаш-е
16 май 11	РосБанк -5	5 000	12	7.4	7 ноя 14
16 май 11	РосБанк-3	5 000	12	6.9	6 ноя 13
18 май 11	РЖД-09	15 000	0.1		
19 май 11	МТС-4	15 000	16.75		
20 май 11	Авангард Банк-3	1 500	9.25		
20 май 11	Белон-2	2 000	17	17	25 авг 11
24 май 11	АВТОВАЗ-4	5 000	0.1		
25 май 11	Домо	2 000	15		23 май 12
26 май 11	Разгуляй Фин.-4	3 000	17		
26 май 11	Талио Принцепс	500	17		
30 май 11	ИТЕРА	5 000	10.3		
2 июн 11	Спурт Банк-2	1 000	11.25		
3 июн 11	Металлсервис	1 500	11		

Налоговые выплаты

Дата	Налог
16 мая	Страховые взносы (за апрель)
20 мая	НДС (1/3 налога за 1К 2011)
25 мая	НДПИ и 1/2 акцизов (за апрель)

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 +7 (495) 789-36-09

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 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.