

## ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- **США** достигли порога госдолга – до 2 августа у американских законодателей есть время одобрить очередное повышение
- **Еврогруппа** помогла Португалии, определилась с кандидатом на пост главы ЕЦБ и наметнула на возможность реструктуризации в Греции; реакция рынков вялая, ждем итогов аукционов по госбумагам PIIGS
- **Итоги торгов по еврооблигациям:** затишье после пятничного ралли; наибольшие потери понес рублевый евробонд РФ
- **Российский долговой рынок:** ждем умеренного снижения на открытии торгов на неустойчивом внешнем фоне
- Озвученные ориентиры доходности дебютного евробонда **Агротона** выглядят привлекательно ([стр. 2-4](#))

## ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- Чистый отток **ликвидности** из-за страховых отчислений в фонды – ниже ожиданий; **ставки** пока прежние
- **Истощение** запаса **ликвидности** на фоне **налогов** к концу месяца чревато заметным удорожанием фондирования
- **Рубль** продемонстрирует минимальные отклонения от текущих уровней; 3-месячные **NDF** выросли
- **Рублевый долг** – преобладание продаж, Минфин сместился в сторону «короткого предложения» **на аукционе в среду** – **ОФЗ 25076** вместо 7-летнего выпуска ОФЗ 26204 ([стр. 5-6](#))

## ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- **KazakhGold:** завершился первый этап сделки между Полюс Золото и Ассаубаевыми; остается ключевой вопрос – статус евробонда; в краткосрочном плане сдвиг с мертвой точки позитивен для бумаги
- **Группа «Черкизово»** завершила сделку по приобретению Моссельпрома; большее значение имеет обширная инвестиционная программа; облигации Черкизово перекуплены
- **ТГК-5, ТГК-6 и ТГК-9** опубликовали вчера отчетности за 1К 2011 г и весь 2010 г.; соотношение сил между компаниями не изменилось; их облигации оценены справедливо ([стр. 7-9](#))
- Роснефть будет искать другого партнера по арктическому проекту; завершение конфликта между акционерами **ТНК-ВР** позитивно повлияет на котировки евробондов последней; снижение спреда к кривой Лукойла неизбежно

## ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

- 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

- Заседание министров финансов **ЕС**
- Статистика **США:** число новостроек и разрешений на строительство, промппроизводство и загрузка мощностей

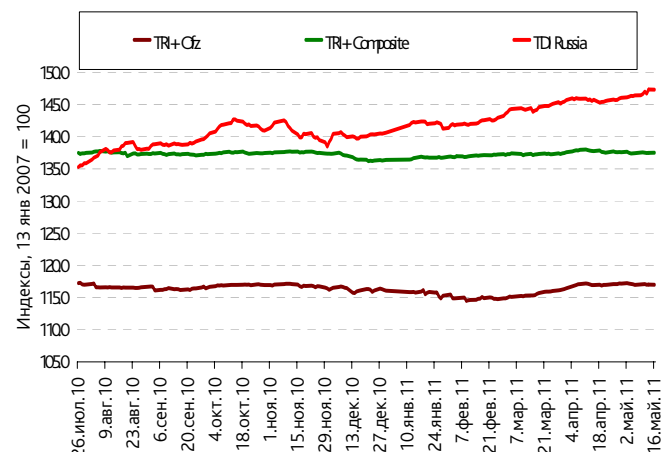
## КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

|                  |   | Value    | Δ Day  | Δ Month | Δ YTD   |
|------------------|---|----------|--------|---------|---------|
| EMBI+Rus spread  | ↑ | 191.00   | 5.00   | 1.00    | -8.00   |
| EMBI+ spread     | ↑ | 27.59    | 2.76   | 6.77    | 38.46   |
| Russia 30 Price  | ↓ | 117.29   | -0     | +1 6/8  | +1 5/8  |
| Russia 30 Spread | ↑ | 140.00   | +3.70  | -6.20   | -8.50   |
| Russia 5Y CDS    | ↑ | 134.65   | +0.27  | -3.93   | -11.85  |
| UST 10y Yield    | ↓ | 3.142    | -0.02  | -0.24   | -0.19   |
| BUND 10y Yield   | ↑ | 3.114    | +0.04  | -0.13   | +0.19   |
| UST 10y/2y Yield | ↓ | 262      | -1     | -10     | -12     |
| Mexico 33 Spread | ↑ | 229      | +3     | -6      | -3      |
| Brazil 40 Spread | ↓ | 105      | -3     | -25     | +155    |
| Turkey 34 Spread | ↑ | 293      | +3     | +3      | +36     |
| ОФЗ 26199        | ↓ | 5.30     | -0.01  | +0.03   | -0.94   |
| Москва 50        | ↓ | 4.88     | -0.04  | +0.16   | -1.01   |
| Мособласть 8     | ↑ | 7.18     | +0.06  | +0.18   | -1.34   |
| Газпром 4        | ↔ | 7.90     | -      | 0.00    | 0.00    |
| MTC 3            | ↑ | 6.71     | +0.05  | -0.61   | -0.75   |
| Руб / \$         | ↑ | 28.122   | +0.175 | -0.099  | -2.229  |
| \$ / EUR         | ↑ | 1.415    | +0.004 | -0.008  | +0.080  |
| Руб / EUR        | ↓ | 39.683   | -0.010 | -1.147  | -0.805  |
| NDF 1 год        | ↑ | 4.650    | +0.070 | +0.500  | -0.050  |
| RUR Overnight    | ↓ | 2.75     | -1.0   | -0.6    |         |
| Корсчета         | ↑ | 729.2    | +42.10 | +44.00  | -159.10 |
| Депозиты в ЦБ    | ↓ | 397.3    | -78.10 | -252.00 | -172.30 |
| Сальдо опер. ЦБ  | ↓ | 299.10   | -72.10 | -7.10   | +362.90 |
| RTS Index        | ↓ | 1843.19  | -0.74% | -5.69%  | +3.99%  |
| Dow Jones Index  | ↓ | 12548.37 | -0.38% | +2.84%  | +7.52%  |
| Nasdaq           | ↓ | 2782.31  | -1.63% | +1.72%  | +3.37%  |
| Золото           | ↑ | 1491.73  | +0.12% | -0.06%  | +5.44%  |
| Нефть Urals      | ↓ | 108.06   | -2.91% | -8.33%  | +17.20% |

## TRUST Bond Indices

|                 |   | TR     | Δ Day | Δ Month | Δ YTD |
|-----------------|---|--------|-------|---------|-------|
| TRIP High Grade | ↑ | 254.89 | 0.08  | 0.84    | 9.32  |
| TRIP Composite  | ↑ | 236.04 | 0.05  | -0.59   | 1.85  |
| TRIP OFZ        | ↓ | 185.86 | -0.04 | -0.01   | 1.85  |
| TDI Russia      | ↓ | 230.88 | -0.02 | 3.18    | 8.64  |
| TDI Ukraine     | ↑ | 232.45 | 0.21  | 3.52    | 10.15 |
| TDI Kazakhs     | ↑ | 187.84 | 0.91  | -0.29   | 5.97  |
| TDI Banks       | ↑ | 230.52 | 0.00  | 3.29    | 9.75  |
| TDI Corp        | ↓ | 243.89 | -0.01 | 2.42    | 9.19  |

## TRUST Dollar and Ruble Bond Indices





## ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

### США достигли порога госдолга – до 2 августа у американских законодателей есть время одобрить очередное повышение

Вчера министр финансов США Т.Гайтнер сообщил о достижении страной текущего законодательно устанавливаемого уровня госдолга – USD14,294 млрд. Ранее, 2 мая, Т. Гайтнер направил в Конгресс США [письмо](#), в котором обозначил действия Министерства на случай, если парламент в ближайшее время не одобрит повышение законодательно устанавливаемой планки госдолга.

За счет «чрезвычайных шагов» Минфин США оценил свои возможности продержаться до повышения планки госдолга аж до 2 августа. В основном этого планируется достигнуть за счет более высоких налоговых поступлений в бюджет в сравнении с ранее ожидавшимися объемами. Одновременно Минфин сократит либо приостановит заимствования в рамках различных программ Министерства.

Подробно ситуацию с госдолгом США, действия американского Минфина в случае неповышения планки госдолга (что мы вчера и увидели) и оценку влияния данной ситуации на рынок UST мы представили в нашем специальном обзоре от 11 мая «Госдолг США – продержаться до 2 августа!».

В части отражения ситуации с госдолгом на цены UST отметим, что также 2 мая Минфин США обнародовал планы по заимствованиям через эмиссию рыночных инструментов на второй и третий кварталы 2011 года. Во 2К 2011 чистый объем заимствований на рынке планируется на уровне USD142 млрд. по сравнению с более ранними планами на USD299 млрд. Иными словами – объем предложения новых UST и U.S. T-bills уменьшен более чем в 2 раза и является абсолютным квартальным минимумом с момента острой стадии кризиса 2008 г.

Более чем двукратное сокращение Минфином США прогноза чистой эмиссии UST на 2К 2011 относительно январских планов существенно нивелирует фактор давления «навеса первички» на цены UST. Данный фактор, дополненный наблюдаемым сейчас ростом спроса на защитные активы, заставляет нас краткосрочно ждать сохранения доходности **UST10** не выше 3.30-3.40% – вплоть до появления более понятных сигналов относительно действий ФРС после завершения QE2, которое произойдет в конце июня 2011 г. В нашем понимании предельный срок появления определенности в части шагов регулятора по продолжению/завершению стимулирования – заседание Комитета по операциям на открытом рынке ФРС 21-22 июня.

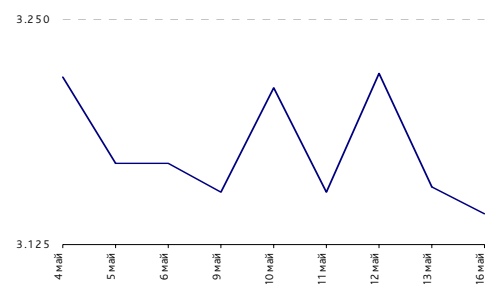
### Еврогруппа помогла Португалии, определилась с кандидатом на пост главы ЕЦБ и наметнула на возможность реструктуризации в Греции; реакция рынков вялая, ждем итогов аукционов по госбумагам PIIGS

Состоявшееся накануне заседание Еврогруппы принесло рынкам сразу несколько новостей. Первая и, пожалуй, самая ожидаемая из них – министры финансов стран валютного союза одобрили предоставление Португалии пакета помощи на EUR78 млрд. Еще одним в целом ожидаемым событием стало одобрение кандидатуры М. Драги на пост главы второго по значимости ЦБ в мире – итальянец по происхождению сменит во главе ЕЦБ француза Ж.-К. Трише в октябре этого года.

Новостью понедельника, однако, стала не совсем приятная неожиданность – председательствующий в Еврогруппе Ж.-К. Юнкер впервые публично признал возможность (пусть пока и низкую) пересмотра условий по облигациям Греции. Несмотря на подобный поворот событий, мы все же считаем маловероятным дефолт Греции в какой бы то ни было форме. В этом убеждении нас укрепили слова министра финансов Франции К. Лагард. Она не стала делать различий между реструктуризацией греческого госдолга в чистом виде и мягкой ее формой (отвергнув при этом обе опции), вероятно, прекрасно понимая, что рынки будут следить не за словесной эквилибристикой еврочиновников, а за последствиями, которые подобное решение принесет для всех стран еврозоны. Аналитики Moody's, в частности, оценивают убытки только для банковской системы Европы в EUR34.4 млрд. В свете последних событий мнение Лагард кажется нам особенно актуальным – на фоне разворачивающегося скандала с нынешним главой МВФ Д. Стросс-Каном именно ее многие уже прочтат на пост будущего главы Фонда. Еще одним фактором, разубеждающим нас в вероятности дефолта Афин, являются приводимые в сегодняшнем номере FT заявления канцлера ФРГ А. Меркель, которая выступила резко против любой формы реструктуризации.

Стоит отметить, что долговой рынок Европы достаточно вяло отреагировал на принятые Еврогруппой решения, что особенно примечательно, учитывая совсем

### US Treasuries 10 Year (YTM)





недавно наблюдавшийся стремительный рост доходностей по бумагам стран PIIGS, основанный по большей части на слухах. По итогам понедельника доходность 10-летних гособлигаций Греции поднялась лишь на 5 бп до 15.80%, Ирландии – на 9 бп до 10.86%, а по португальским обязательствам с аналогичным сроком погашения она даже немного снизилась – на 4 бп до 9.26%.

Во вторник некоторые представители группы PIIGS пройдут очередное испытание рынком. Испания в 12:30 МСК намерена провести аукцион по 1 и 1.5-летним бумагам, а уже в 13:00 МСК гособлигации на сумму EUR1.25 млрд. попытается продать Греция. В нашем понимании ждать какого-либо облегчения на долговом рынке Старого Света теперь можно будет лишь в конце июня, когда Еврогруппа, возможно, предпримет новые меры финпомощи Греции.

### Итоги торгов по еврооблигациям: затишье после пятничного ралли; наибольшие потери понес рублевый евробонд РФ

Рынок еврооблигаций России начал новую неделю с низкой активности и преимущественно отрицательной динамики – желающих покупать российские риски по разогнанной в минувшую пятницу стоимости было немного.

В нефтегазовом секторе снижение котировок наблюдалось по евробондам Новатэка (-25 бп), в то время как длинные бумаги Газпрома продолжили дорожать (+20-30 бп). Во втором эшелоне активность игроков была крайне низкой – изменение стоимости ликвидных бумаг не превышало 10 бп. Из банков наибольшие потери понесли долгосрочные выпуски Россельхозбанка (-20 бп) и ВТБ (-30 бп).

Суверенные облигации также не пользовались спросом – евробонд **Russia 30** подешевел на 6 бп до 117.29% от номинала, а спред **Russia 30-UST10** расширился до 140 бп. Наиболее ощутимое снижение цены в суверенном сегменте было отмечено по рублевому евробонду **Russia 18R** – он просел на 40 бп до 106.74% от номинала.

### Российский долговой рынок: ждем умеренного снижения на открытии торгов на неустойчивом внешнем фоне

Внешний фон для российского долгового рынка по-прежнему неустойчив. Смазанные впечатления от итогов заседания Еврогруппы, все еще неурегулированный вопрос увеличения потолка американского госдолга и дешевеющие в преддверии публикации статданных по рынку жилья в США commodities будут во вторник основными факторами, влияющими на «коллективное бессознательное» рынка.

Азиатские рынки во вторник преимущественно снижаются. Аналогичную динамику показывает и нефть – за бочку Brent дают USD110.6, что ниже уровня закрытия торгов накануне. Тем не менее фьючерс на американский фондовый индекс S&P500 торгуется в незначительном плюсе – 0.1%. Мы ждем небольшой просадки котировок на открытии торгов.

### Озвученные ориентиры доходности дебютного евробонда Агротона (NR/B-/B-) выглядят привлекательно

Brazil 40 (YTM)

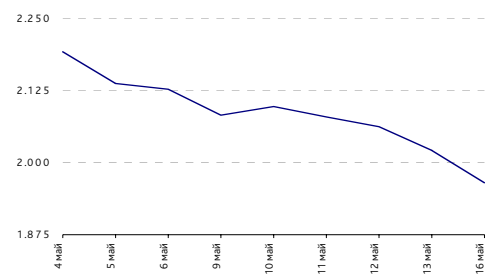
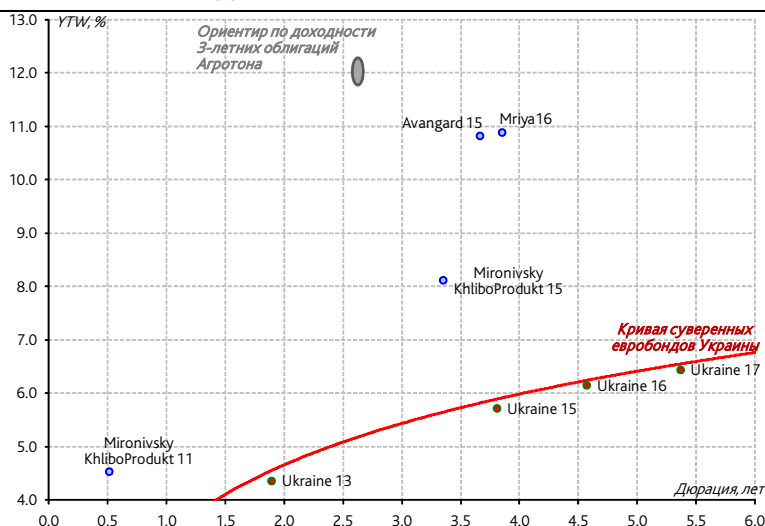


ДИАГРАММА. ЕВРОБОНДЫ АГРОПРОМЫШЛЕННЫХ КОМПАНИЙ УКРАИНЫ



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»



Мы ранее писали (см. [Навигатор долгового рынка от 11.05.2011](#)), что крупный агрохолдинг восточной Украины – Агротон – начал road-show дебютного выпуска еврооблигаций в объеме USD100 млн. Вчера появились сведения, что выпуск будет 3-летним, а ориентир по доходности составляет около 12.00% годовых.

По своему кредитному качеству Агротон после размещения евробондов будет сопоставим с агрохолдингом «Мрия», поэтому и доходность его еврооблигаций должна быть аналогичной рыночной доходности евробонда Mriya 16, т.е. около 10.80-11.00% для 5-летнего выпуска. Таким образом, озвученный ориентир в 12.00% для 3-летнего выпуска выглядит привлекательно. На наш взгляд, он завышен как минимум на 150 бп.

*Алексей Тодоров, [aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)*

☎ 647-23-62

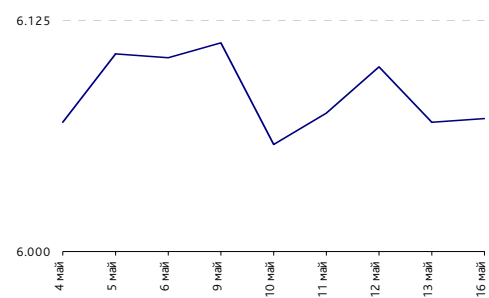
*Роман Дзугаев, [roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)*

☎ 647-23-64

*Дмитрий Турмышев, [dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)*

☎ 647-25-89

Turkey 34 (YTM)





## ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

### Чистый отток ликвидности из-за страховых отчислений в фонды – ниже ожиданий; ставки пока прежние

Чистый отток ликвидности по состоянию на сегодняшнее утро в размере RUB15.7 млрд. (RUB0.5 млрд. «утекло» с [корсчетов](#), RUB15.2 млрд. с [депозитов](#)) оказался гораздо скромнее, чем можно было ожидать в связи с завершением в понедельник первых в этом месяце крупных отчислений в казну – страховых выплат во внебюджетные фонды, способных оттянуть из банковской системы, по нашим оценкам, не менее RUB200 млрд.

Всего с 12 мая – предполагаемой даты начала предварительных страховых выплат (обычно компании платят взносы заблаговременно) – чистый запас ликвидности «потерял» немногим больше: только RUB64.0 млрд. Это означает, что из общей суммы страховых взносов в RUB200 млрд., около RUB140 млрд. – были покрыты за счет встречных поступлений. Вероятнее всего, ликвидность поступает сейчас с валютного рынка, где несколько дней подряд наблюдается «бегство в качество» и от интервенций ЦБ (около USD200-250 млн., RUB7 млрд. в день). Вклад бюджетных средств, расходование которых сильно запаздывает, на наш взгляд, сейчас минимален.

Сегодня участники рынка могут восполнить свои запасы свободных средств за счет депозитного аукциона Минфина до RUB35 млрд., одновременно приобретая фондирование под завтрашнее размещение трехлетних ОФЗ до RUB20 млрд. Информация о возможном проведении аукциона **ОБР-19** в этот четверг пока отсутствует, но мы ожидаем, что при любом заявленном объеме серьезной угрозы для ликвидности и ставок данный аукцион представлять не будет.

Стабилизация уровня ликвидности в последние дни удержала ставки денежного рынка на приемлемом уровне. Не дороже, чем в пятницу, вчера стоило фондирование через 1-дневное междилерское РЕПО - 3.8% и 3.76% [под залог ОФЗ](#) и облигаций [1-го эшелона](#) соответственно. На начало налогового периода пока отреагировал лишь сектор [межбанковских кредитов](#) на 1 день, где днем основные сделки проходили по 3.4-3.5%, а закрытие проходило по 3.3-3.45%, т.е. на 15-30 бп выше, чем днем ранее, и дороже стоимости депозитов овернайт с ЦБ (3.25%).

### Истощение запаса ликвидности на фоне налогов к концу месяца чревато заметным удорожанием фондирования

Сохранение текущего уровня ликвидности, то есть объема остатков на корсчетах и депозитах в районе RUB1.0 трлн., по крайней мере до четверга-пятницы, когда будет выплачиваться НДС (RUB160-175 млрд., до 20 мая) предполагает минимальное повышение ставок денежного рынка до конца недели – в рамках 10-40 бп.

По нашим расчетам, серьезные трудности с привлечением могут возникнуть лишь на следующей неделе с уплатой НДС и акцизов (до 25 мая) и налога на прибыль (до 30 мая), которые суммарно приведут к стерилизации около RUB420 млрд. с последующим «истощением» объема остатков на корсчетах и депозитах примерно до RUB700-800 млрд., а чистой ликвидной позиции в район RUB1.0 трлн. На этом фоне короткие ставки МБК к концу следующей недели рискуют возрасти до 4.0-4.25%, а стоимость междилерского РЕПО подняться до 4.5-5.5%, и это безотносительно возможного повышения ключевых ставок со стороны ЦБ на заседании совета директоров в конце мая.

### Рубль продемонстрирует минимальные отклонения от текущих уровней; 3-месячные NDF выросли

Вчерашнее ослабление рубля против бивалютной корзины на 14 копеек полностью совпало с нашими ожиданиями. Связанное со снижением цены на нефть и нарастанием беспокойства на зарубежных рынках усиление неприятия к риску существенно снизило потенциал рубля с последующим выходом из российской валюты как рискованного актива.

На этом фоне цена бивалютной корзины в понедельник с открытия по RUB33.33 (на 3 копейки выше предшествующего закрытия) подрастала, достигнув дневного максимума RUB33.47 к 13:30 МСК, после чего оставалась вблизи этого значения вплоть до окончания торговой сессии по RUB33.42.

Сохранение тенденции умеренного снижения цен на нефть, дополненное напряженностью относительно долговых проблем еврозоны, не создает предпосылок для заметного укрепления рубля в течение сегодняшних торгов –



мы оцениваем колебания бивалютной корзины в пределах +/-10 копеек.

Рост восприимчивости к рублевым рискам со стороны участников рынка находит отражение в заметном подъеме [трехмесячных ставок NDF](#) – вчера до 3.97-4.08% (против 3.85-4.0% накануне), которые служат своеобразным индикатором «стоимости страховки» от локальных валютных рисков.

**Рублевый долг – преобладание продаж, Минфин сместился в сторону «короткого предложения» на аукционе в среду – ОФЗ 25076 вместо 7-летнего выпуска ОФЗ 26204**

Сектор госбумаг в понедельник «подсел», причем мы наблюдали продажи вдоль всей кривой. Примечательно, что из наиболее ликвидных выпусков наименьшее снижение показал 7-летний **ОФЗ 26204** (-2 бп, УТМ 7.88%). С обнародованием после 16:00 МСК сообщения Минфина о том, что вместо него на завтрашнем аукционе будет вновь предложен короткий **ОФЗ 25076**, цены длинного выпуска на вторичке подросли. Находящиеся в дюреции 2.6-2.8 лет **ОФЗ 25076** и **ОФЗ 25068** распродавались на хорошей ликвидности и по итогам дня потеряли 11-12 бп.

На большей дюреции (3-4 года) также продавались **ОФЗ 25075** (-9 бп) и **ОФЗ 25071** (-8 бп).

В первом эшелоне из ликвидных выпусков наибольшая активность сложилась в **АИЖК-19** (без изменений по итогам дня). Из традиционно ликвидных выпусков более или менее активно торговались длинные бумаги ВЭБ-Лизинга, показавшие разнонаправленный итог, несмотря на равную дюрецию – **ВЭБ-Лизинг-4** (-9 бп) и **ВЭБ-Лизинг-5** (+14 бп). Мы бы также отметили продажи в коротких (дюреция до 2.5 лет) выпусках РСХБ – **РСХБ-3** (-17 бп) и **РСХБ-10** (-28 бп).

*Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru*

☎ 789-35-94

*Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru*

☎ 647-23-64





## ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

### МЕТАЛЛУРГИЯ

**KazakhGold (WR): завершился первый этап сделки между Полюс Золото и Ассаубаевыми; остается ключевой вопрос – статус евробонда; в краткосрочном плане сдвиг с мертвой точки позитивен для бумаги**

*Вчера основной владелец Полюс Золото – Михаил Прохоров – заявил, что на выходных был завершён первый этап сделки по обмену активами между основными акционерами казахстанской золотодобывающей KazakhGold – Полюс Золото и семьей Ассаубаевых. Власти Казахстана сняли обвинения с Полюс Золото (данные источников Ведомостей), а Ассаубаевы предоставили безвозвратные аккредитивы на USD100 млн.*

*Сегодня же вышло официальное сообщение о том, что Полюс отзывает свои обвинения с Ассаубаевых. Судя по высказываниям г-на Прохорова, к лету должна завершиться сделка по обратному поглощению Полюса со стороны KazakhGold.*

*Следующий этап – до 12 сентября семья должна выкупить контроль во всех операционных дочках KazakhGold за USD260 млн., а к концу 2012 года – заплатить еще USD150 млн. за оставшиеся акции. По данным источников, средства были привлечены в ВТБ-Капитале.*

### КОММЕНТАРИЙ

Для кредиторов новость несет двоякий смысл. С одной стороны, завершение первого этапа сделки – первый конкретный шаг, сделанный Ассаубаевыми навстречу Полюсу в данном разбирательстве. С другой же стороны, остается один существенный момент – судьба евробондов. Судя по всему, KazakhGold должна еще раз обратиться к держателям бумаг, чтобы перенести юридическую ответственность за выплаты по **KazakhGold 13** на Ассаубаевых. Как и раньше, мы не видим никакого смысла кредиторам поддерживать это событие, так как это сильно ослабит кредитное качество евробондов.

Отметим, что цены **KazakhGold 13** хорошо реагируют на развитие ситуации, и, учитывая историческую динамику, текущая новость вызовет, скорее, покупки бумаги. На наш взгляд, позитив от сдвига с мертвой точки будет довлеть над долгосрочным негативом от снижения позиций кредиторов при выходе Полюса из капитала компании. Мы считаем, что если бумаги и вырастут, это будет необоснованно фундаментально, а потому покупать евробонд не рекомендуем.

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

### СЕЛЬСКОЕ ХОЗЯЙСТВО

**Группа «Черкизово» (Moody's: B2) завершила сделку по приобретению Моссельпрома; большее значение имеет обширная инвестиционная программа; облигации Черкизово перекуплены**

*Вчера Группа «Черкизово» опубликовала пресс-релиз, в котором объявила о завершении сделки по приобретению крупного игрока рынка мяса – Моссельпрома, а также провела телеконференцию.*

### КОММЕНТАРИЙ

Черкизово после приобретения увеличит собственные мощности в сегменте производства мяса птицы примерно на 25% (+57 тыс. тонн/год), на 11% – в сегменте производства свинины (+12 тыс. тон/год). Таким образом, доля компании на рынке мяса птицы увеличится с нынешних 7% до 9%.

Сделка будет преимущественно безденежной: Черкизово заплатит около USD69 млн., из которых USD29 млн. – за счет дополнительной эмиссии акций компании. Черкизово также будет вынуждено консолидировать долг Моссельпрома в размере около USD183 млн. В результате сделки чистый долг компании, по нашим оценкам, увеличится до USD740 млн.

По заявлению менеджмента Черкизово, рентабельность по EBITDA Моссельпрома в сегменте производства свинины приблизительно совпадает с соответствующим показателем Черкизово (т.е. около 40%), в сегменте производства мяса птицы – рентабельность приобретенной компании несколько ниже, чем у Черкизово, однако это отставание будет скомпенсировано за счет синергетического эффекта объединения бизнесов. По оценке менеджмента, синергия за счет экономии на



логистике, маркетинге и дистрибуции составит около USD5-7 млн. Если принимать это во внимание, Моссельпром по итогам 2010 г. мог получить EBITDA в размере около USD33-35 млн. Таким образом, pro-forma долговая нагрузка объединенной компании в терминах «Чистый долг/EBITDA» на конец 2010 г. составила бы около 3.0-3.1х.

Напомним, что Черкизово сейчас реализует крупный инвестиционный проект в Липецкой области, совокупные затраты на который составят почти RUB20 млрд., лишь 20% из которых будут профинансированы из собственных денежных средств. Поэтому в ближайшие 2 года показатель «Долг/EBITDA» Черкизово рискует превысить значение 4.1-4.2х, что может стать поводом для Moody's пересмотреть рейтинг компании в сторону понижения.

На рублевом рынке присутствуют 2 выпуска облигаций Черкизово, и оба не отличаются высокой ликвидностью. Причина этого кроется, в частности, в том, что из совокупного объема размещенного в ноябре выпуска **Черкизово БО-3** в рынок ушла только половина. Уже сейчас оба бонда Черкизово выглядят перекупленными при премии к кривой ОФЗ всего в 200 бп, и даже завершение сделки по покупке Моссельпрома не меняет нашего к ним отношения.

Дмитрий Турмышев, [dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)  
☎ 647-25-89

#### ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА

**ТГК-5 (NR), ТГК-6 (NR) и ТГК-9 (NR) опубликовали вчера отчетности за 1К 2011 г и весь 2010 г.; соотношение сил между компаниями не изменилось; их облигации оценены справедливо**

*Вчера генерирующие компании КЭС-Холдинга, имеющие обращающиеся облигации на рублевом рынке, опубликовали ежеквартальные отчеты эмитента, в которых раскрыли данные РСБУ за 1К 2011 г. и весь 2010 г.*

#### КОММЕНТАРИЙ

Генерирующие компании КЭС-Холдинга не радуют инвесторов плотным новостным фоном, поэтому фактически единственным источником информации о финансовом состоянии ТГК-5, ТГК-6 и ТГК-9 являются их ежеквартальные отчеты эмитента, в которых они обязаны раскрывать свои квартальные отчетности.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТГК-5, ТГК-6 И ТГК-9

| РСБУ, RUB млрд.                 | ТГК-5 |      | ТГК-6 |             | ТГК-9 |      |
|---------------------------------|-------|------|-------|-------------|-------|------|
|                                 | 2009  | 2010 | 2009  | 2010        | 2009  | 2010 |
| Выручка, в т.ч.                 | 17.5  | 22.6 | 20.1  | 21.7        | 40.8  | 46.1 |
| <i>Электроэнергия</i>           | 10.5  | 14.3 | 12.4  | <i>н.д.</i> | 17.0  | 20.5 |
| <i>Тепло</i>                    | 6.3   | 7.0  | 8.6   | <i>н.д.</i> | 22.2  | 23.7 |
| EBITDA                          | 1.8   | 1.9  | 1.2   | 2.4         | 7.6   | 4.3  |
| Чистая прибыль                  | 1.7   | 0.8  | 0.0   | 0.5         | 4.2   | 0.5  |
| Совокупный долг, в т.ч.         | 8.0   | 13.2 | 2.7   | 3.8         | 15.0  | 20.3 |
| <i>Краткосрочный долг</i>       | 7.9   | 2.0  | 0.1   | 3.6         | 10.6  | 2.3  |
| Денежные средства и эквиваленты | 1.9   | 8.0  | 0.9   | 3.1         | 3.3   | 9.4  |
| Краткосрочные фин. вложения     | 10.1  | 6.4  | 10.7  | 9.8         | 16.2  | 10.5 |
| Активы                          | 36    | 42   |       |             | 68    | 72   |
| <b>Показатели</b>               |       |      |       |             |       |      |
| EBITDA margin                   | 10%   | 8%   | 6%    | 11%         | 19%   | 9%   |
| EBITDA/проценты, (х)            | 2.3   | 2.6  | 3.7   | 9.9         | 4.1   | 2.6  |
| Долг/EBITDA, (х)                | 4.5   | 7.0  | 2.3   | 1.6         | 2.0   | 4.7  |
| Чистый долг/EBITDA, (х)         | < 0   | < 0  | < 0   | < 0         | < 0   | 0.1  |
| Долг/Собственный капитал, (х)   | 0.3   | 0.6  | 0.1   | 0.1         | 0.4   | 0.5  |

Источник: данные компаний, НБ «Траст»

С операционной точки зрения все 3 компании продемонстрировали схожие результаты. Соотношение размеров бизнеса сохранилось в пользу ТГК-9, выручка которой по итогам 2010 г. (RUB46.1 млрд.) более чем в 2 раза превысила соответствующие показатели ТГК-5 и ТГК-6. Рентабельность по EBITDA тепловых генкомпаний КЭС-Холдинга сохранилась на среднеотраслевых уровнях в диапазоне 8.0-11.0%, причем лучший результат традиционно продемонстрировала ТГК-6.

Ситуация с долгом у компаний не продемонстрировала существенной тенденции к улучшению. Отметим лишь благоприятное изменение структуры кредитного портфеля и ТГК-5, и ТГК-9, у которых по итогам 2010 г. на долю долгосрочных





кредитов и займов приходилось около 90% совокупного долга. Отметим также, что все 3 компании имеют существенные объемы денежных средств в виде краткосрочных финансовых вложений, что позволяет всем трем компаниям получать процентный доход, существенно превышающий их процентные расходы. Даже при очень высоких показателях «Долг/EBITDA» (около 7.0х у ТГК-5 и более 4.7х у ТГК-9) это обеспечивает безболезненное обслуживание долга.

Кредитное качество всех генерирующих компаний, а в особенности ТГК, сейчас находится под давлением неопределенности вокруг дальнейших перспектив регулирования отрасли. В частности, при ограничении тарифов на мощность или исключению некоторых компаний из перечня «вынужденных генераторов», чьи тарифы существенно выше рыночных, ТГК пострадают в значительно большей степени, чем ОГК. Это связано именно с большей долей выручки от регулируемых тарифов в выручке ТГК, выпадающие доходы от которых не смогут быть полностью компенсированы на свободном рынке электроэнергии.

На рублевом рынке обращается совокупно 4 выпуска облигаций ТГК-5, ТГК-6 и ТГК-9, причем 3 из них имеют практически одинаковую дюрацию. Рыночные игроки в момент размещений оценивали кредитное качество ТГК-9, как самое крепкое, чуть хуже – у ТГК-6, и наиболее слабое – у ТГК-5. Фактически сейчас бумаги всех трех ТГК можно купить с доходностью около 8.0% годовых, что предполагает премию к кривой ФСК около 100 бп. Мы не ожидаем, что долговые инструменты этих компаний способны продемонстрировать опережающую динамику. Более того, бонды ТГК-5 выглядят перекупленными относительно бумаг ТГК-6. Тот факт, что совокупный долг ТГК-6 остается самым низким среди генерирующих компаний КЭС-Холдинга, делает ее первым претендентом на новые выпуски рублевых бумаг.

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



## Последние размещения

| Выпуск                 | Объем,<br>млн. | Купон,<br>% | Лет до<br>погаш-я/<br>оферта | УТМ /<br>УТР, % |
|------------------------|----------------|-------------|------------------------------|-----------------|
| 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       |
| НС-Финанс-16о          | 2000           | 10.5        | 3                            | 10.78           |
| ВолгоградОбл-34005     | 3000           | 8           | 5                            | 7.78            |
| Группа Разгуляй-166о   | 3000           | 12          | 3 / 1                        | NA / 12.36      |
| Спартак-Казань-3       | 1000           | 14          | 3 / 1                        | NA / 14.46      |

## Налоговые выплаты

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

## Ближайшие выпуски

| Ориентир.<br>Дата | Выпуск  | Объем,<br>млн. | Купон | Лет до погашения/<br>оферта |
|-------------------|---------|----------------|-------|-----------------------------|
| 31 май 11         | Акрон-4 | 3750           | TBD   | 10                          |
| 31 май 11         | Акрон-5 | 3750           | TBD   | 10                          |

## Ближайшие оферты

| Дата      | Выпуск                    | Объем,<br>RUB<br>млн. | Текущ.<br>купон | Новый<br>купон | След.<br>оферта/<br>Погаш-е |
|-----------|---------------------------|-----------------------|-----------------|----------------|-----------------------------|
| 18 май 11 | РЖД-09                    | 15 000                | 0.1             | 6.9            | 13 ноя 13                   |
| 19 май 11 | МТС-4                     | 15 000                | 16.75           | 7.6            | 13 май 14                   |
| 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             | 0.1            | 22 май 12                   |
| 25 май 11 | Домо                      | 2 000                 | 15              | 14             | 23 май 12                   |
| 26 май 11 | Разгуляй Фин.-4           | 3 000                 | 17              | 0              | 23 ноя 11                   |
| 26 май 11 | Талио Принцепс            | 500                   | 17              | 12             | 17 май 12                   |
| 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              | 9              | 23 май 12                   |
| 7 июн 11  | ВТБ24-3                   | 6 000                 | 6.3             |                |                             |
| 9 июн 11  | ОМЗ-6                     | 1 600                 | 13              | 13             |                             |
| 10 июн 11 | Х5-4                      | 8 000                 | 18.46           |                |                             |
| 10 июн 11 | ОГКЗ                      | 3 000                 | 7.5             |                |                             |
| 13 июн 11 | Формат                    | 1 000                 | 17              |                |                             |
| 14 июн 11 | ВТБ Лизинг-3              | 4 231                 | 7.5             |                |                             |
| 14 июн 11 | ВТБ Лизинг-4              | 4 231                 | 7.5             |                |                             |
| 14 июн 11 | РЖД-16                    | 15 000                | 14.33           |                |                             |
| 14 июн 11 | Элемент Лизинг-2          | 2 300                 | 21              |                |                             |
| 15 июн 11 | Мечел-02                  | 5 000                 | 8.5             |                |                             |
| 15 июн 11 | Разгуляй-096о             | 2 000                 | 0               | 0              | 15 дек 11                   |
| 15 июн 11 | МансийскийБанк-2          | 3 000                 | 7.85            |                |                             |
| 16 июн 11 | РСХБ-07                   | 5 000                 | 6.9             |                |                             |
| 17 июн 11 | Ренессанс Капитал<br>КБ-3 | 4 000                 | 12.5            |                |                             |

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 +7 (495) 789-36-09

Татьяна Андриевская  
Николай Порохов  
[research.debtmarkets@trust.ru](mailto: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](mailto: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 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.