

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- РФ доразместила суверенные евробонды в рублях на RUB50 млрд. с доходностью 7.00%; ждем продолжения роста котировок
- Беларусь получит 3-летний кредит на USD3 млрд., но под условия жестких реформ; госбумаги уже подскочили в цене, ждем продолжения роста
- ФРС считает свои цели по темпам экономического роста и рынку труда недостижимыми; регулятор продолжит проведение мягкой политики и после июньского заседания
- Итоги торгов по еврооблигациям: удешевление суверенных бумаг и продолжение роста в корпоративных
- Российский долговой рынок: ожидаем небольшого подъема на открытии; в фокусе – евробонды РФ в рублях и госбумаги Беларуси
- ТМК: торговая идея по ТМК-18 успешно реализовалась; закрываем рекомендацию
- ВЭБ-Лизинг снизил ориентир доходности по 5-летним евробондам; по-прежнему видим хорошую премию и потенциал роста в бумаге ([стр. 2-4](#))
- Казахстан может выпустить исламские облигации «сукук» в долларах до сентября 2011 г. (министр финансов)
- РСХБ планирует размещение 10-летних евробондов минимальным объемом USD500 млн.

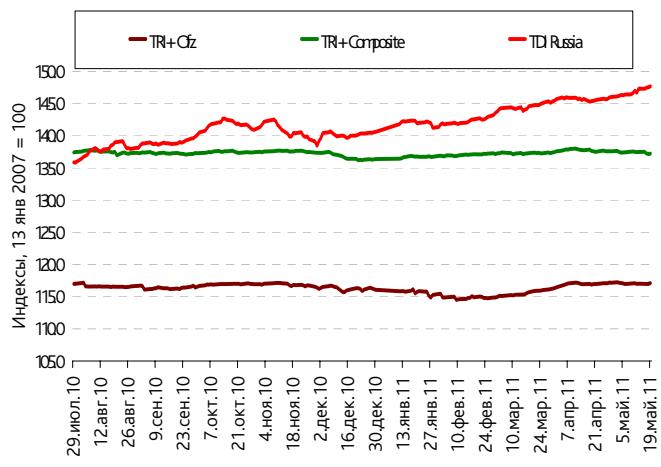
КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

		Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↔	186.00	0.00	8.00	-13.00
EMBI+ spread	↓	274.72	-1.66	9.69	33.59
Russia 30 Price	↓	117.36	-2/8	+1 1/8	+1 6/8
Russia 30 Spread	↑	135.60	+3.70	+3.40	-12.90
Russia 5Y CDS	↑	133.83	+0.11	+3.55	-12.68
UST 10y Yield	↓	3.172	-0.01	-0.23	-0.16
BUND 10y Yield	↓	3.112	-0.01	-0.15	+0.19
UST 10y/2y Yield	↑	263.8	+1	-10	-10
Mexico 33 Spread	↑	224	+1	-6	-8
Brazil 40 Spread	↑	99	+6	-25	+149
Turkey 34 Spread	↑	292	+4	+13	+36
ОФЗ 26199	↓	5.31	-0.11	+0.13	-0.93
Москва 50	↓	4.40	-0.45	-0.56	-1.48
Мособласть 8	↓	7.28	-0.04	+0.29	-1.24
Газпром 4	↔	7.90	-	0.00	0.00
МТС 3	↔	7.66	-	-0.09	+0.20
Руб/ \$	↓	27.961	-0.157	-0.185	-2.390
\$ / EUR	↑	1.431	+0.007	-0.024	+0.096
Руб/ EUR	↑	39.889	0.038	-0.663	-0.599
NDF 1 год	↑	4.600	+0.020	+0.460	-0.100
RUR Overnight	↑	3.75	+0.3	+1.3	
Корсчета	↑	739.1	+24.70	+159.30	-149.20
Депозиты в ЦБ	↓	362.6	-42.90	-231.50	-207.00
Сальдо опер. ЦБ	↓	279.40	-46.20	-2.60	+343.20
RTS Index	↑	1859.14	+0.14%	-8.93%	+4.89%
Dow Jones Index	↑	12605.32	+0.36%	+0.79%	+8.01%
Nasdaq	↑	2823.31	+0.30%	+0.11%	+4.90%
Золото	↓	1495.05	-0.25%	-0.77%	+5.67%
Нефть Urals	↓	109.34	-0.32%	-8.70%	+18.59%

TRUST Bond Indices

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD	
TRIP High Grade	↓	254.95	-0.03	0.90	9.38
TRIP Composite	↑	235.55	0.06	-0.46	1.36
TRIP OFZ	↑	186.05	0.16	0.24	2.04
TDI Russia	↑	231.47	0.24	3.36	9.23
TDI Ukraine	↑	233.11	0.15	3.13	10.81
TDI Kazakhs	↑	188.62	0.38	0.79	6.74
TDI Banks	↑	231.24	0.38	3.79	10.47
TDI Corp	↑	244.65	0.45	3.14	9.95

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices





ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

РФ доразместила суверенные евробонды в рублях на RUB50 млрд. с доходностью 7.00%; ждем продолжения роста котировок

Россия в четверг завершила процесс доразмещения рублевых еврооблигаций с погашением в 2018 г. и купоном 7.85%. Доходность составила 7.00%, а объем новых бумаг – RUB50 млрд. Таким образом, общий объем рублевых евробондов **Russia 18R** составляет теперь RUB90 млрд.

Как мы и предполагали, основными покупателями российского суверенного риска в рублях вновь выступили иностранные инвесторы. По информации Интерфакса, локальные игроки получили максимум 5% от объема выставленных заявок, составившего более RUB115 млрд.

Министр финансов России А. Кудрин положительно охарактеризовал итоги доразмещения, назвав его еще одним шагом в сторону превращения рубля в резервную валюту.

Исходя из показателей на закрытие четверга, премия ко вторичному рынку при доразмещении составила около 30 бп. При этом рублевый евробонд отыграл часть понесенных днем ранее потерь и подрос в цене на 55 бп – до 105.82% от номинала.

Мы ждем положительной динамики в укрупненном рублевом евробонде РФ по крайней мере до середины 2011 г. В случае сохранения мягкой монетарной политики в США спред между **ОФЗ 26204** и **Russia 18R** может подрасти с текущих 100 бп еще на 20-40 бп, а доходность опустится опять до 6.60% или, возможно, даже ниже.

Беларусь получит 3-летний кредит на USD3 млрд., но под условия жестких реформ; госбумаги уже подскочили в цене, ждем продолжения роста

Четверг принес на рынок госдолга Беларуси долгожданное облегчение – Москва согласовала с Минском условия предоставления стабилизационного кредита на USD3 млрд. тремя ежегодными траншами. Несмотря на то, что юридически данное соглашение будет оформлено лишь 4 июня на заседании Совета ЕврАзЭС (из фонда которого и пойдут средства), евробонды Беларуси **Belarus 15** и **Belarus 18** «выстрелили» накануне на 130 и 190 бп соответственно.

Примечательно, что Минск согласился на достаточно жесткие условия финпомощи – соседняя республика должна будет провести серьезные структурные реформы, а также сократить дефицит госбюджета. Минск также согласился перейти на реальный курс национальной валюты с целью (по словам министра финансов страны) предотвращения «истощения золотовалютных резервов». Данное обстоятельство особенно примечательно, учитывая существовавшие у рынка и у нас опасения «проедания» финансовой поддержки на поддержание курса белорусского рубля. Кроме того, оно фактически означает готовность белорусских властей девальвировать рубль и устранить множественность валютных курсов.

Еще одним важным условием договоренностей является приватизация – по словам министра финансов РФ А. Кудрина, Беларусь должна будет утвердить трехлетнюю программу продажи госсобственности, общий объем которой должен составить не менее USD7.5-9.0 млрд. Среди объектов приватизации обсуждается также госпакет в Белтрансгазе, в котором, как сообщалось ранее, может быть заинтересован российский Газпром.

Мы сохраняем прогноз по госбумагам Беларуси и ждем снижения доходности по ним до 9.00-9.50% на месячном горизонте с текущих уровней 9.90-10.27%.

ФРС считает свои цели по темпам экономического роста и рынку труда недостижимыми; регулятор продолжит проведение мягкой политики и после июньского заседания

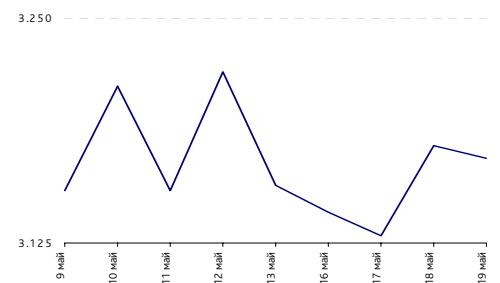
Высокую вероятность сохранения мягкой кредитно-денежной политики в США вчера вновь подтвердили слова одного из трех наиболее влиятельных представителей ФРС, главы ФРБ Нью-Йорка У. Дадли. По его мнению, регулятор пока не достиг своих целей в исполнении возложенного на него двойного мандата – темпы роста ВВП все еще умеренные, а безработица слишком высокая.

Как мы уже неоднократно отмечали, вероятность ужесточения монетарной политики в США в 2011 г. кажется нам крайне маловероятным сценарием. При этом сворачивание программы QE2 в июне вовсе не будет означать прекращение стимулирования американской экономики со стороны ФРС.

Russia 30 (Price)



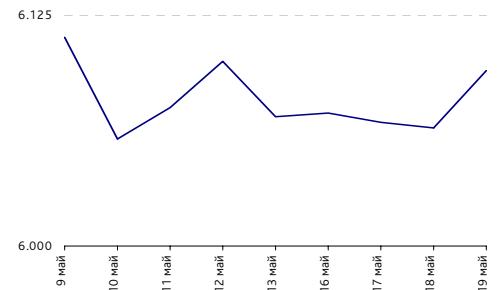
US Treasuries 10 Year (YTM)



Brazil 40 (YTM)



Turkey 34 (YTM)





Итоги торгов по еврооблигациям: удешевление суверенных бумаг и продолжение роста в корпоративных

Российский рынок еврооблигаций в четверг продемонстрировал смешанную динамику – суверенные выпуски слегка откатились на фоне снижения цен на нефть, в то время как корпоративные бумаги продолжили рост. Определенную поддержку российскому валютному долгу могли оказать лучшие, чем ожидалось, статданные с рынка труда США (снижение числа первичных заявок на пособие по безработице вдвое превысило прогноз).

В нефтегазовом секторе дружно выросли длинные евробонды Лукойла (+60-80 бп) и Газпрома (+35-50 бп). Во втором эшелоне стоит отметить также долгосрочные выпуски Евраза (+40-50 бп) и ТМК (+30-60 бп). В госбанках наибольшее увеличение стоимости наблюдалось по евробондам ВТБ – длинные бумаги прибавили 20-40 бп. Из частных кредитных институтов выделился Альфа-Банк, чьи выпуски **Alfa-Bank 17N** и **Alfa-Bank 21** подорожали на 30-60 бп.

Суверенные российские евробонды, тем не менее, слегка просели по итогам четверга (за исключением рублевого **Russia 18R**). Индикативный выпуск **Russia 30** потерял 20 бп и опустился в цене до 117.36% от номинала. Спред **Russia 30-UST10** незначительно расширился – до 136 бп.

Российский долговой рынок: ожидаем небольшого подъема на открытии; в фокусе – евробонды РФ в рублях и госбумаги Беларуси

Российский долговой рынок может начать сегодняшние торги небольшим подъемом, отыгравая закрытие в зеленой зоне торговой сессии в США накануне. Фактор пятницы, а также отсутствие каких-либо значимых событий обусловит низкую активность участников.

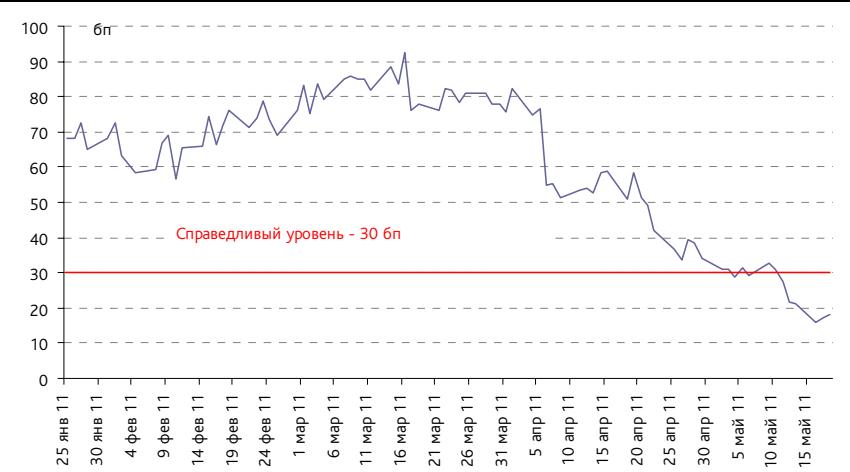
Brent с утра торгуется в небольшом плюсе – на уровне USD111.6 за баррель, фьючерс на американский индекс S&P500 в целом стабилен. На азиатских фондовых площадках наблюдается разнонаправленная динамика.

Особое внимание, с нашей точки зрения, стоит обратить в пятницу на рублевый российский евробонд **Russia 18R** и белорусские госбумаги **Belarus 15** и **Belarus 18**. Мы полагаем, что активность сосредоточится именно в данных инструментах и их котировки могут продолжить рост вторую сессию кряду.

ТМК (B1/B/NR): торговая идея по ТМК-18 успешно реализовалась; закрываем рекомендацию

В январе был размещен новый выпуск ТМК с погашением в 2018 году. Тогда мы оценили справедливый спред бумаги к имеющемуся бонду **Evraz 18** на уровне 30 бп. На момент размещения это подразумевало рост на 3 п.п. К началу мая эта идея себя полностью исчерпала (см. диаграмму), а на сегодняшний день рост по бумаге составил аж 5.5 п.п. Отметим, что за тот же промежуток лишь отдельные бумаги демонстрировали сравнимый рост, а в среднем российские евробонды выросли на 1.4 п.п. Мы считаем, что дальнейшее сужение спредов, хоть и возможно, не было бы обосновано фундаментально, а потому мы рекомендуем закрывать позицию.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА СПРЕДА ТМК 18 – EVRAZ 18



Источник: Bloomberg



ВЭБ-Лизинг (NR/BBB/BBB) снизил ориентир доходности по 5-летним евробондам; по-прежнему видим хорошую премию и потенциал роста в бумаге

ВЭБ-Лизинг в четверг понизил ориентир доходности планируемых к размещению 5-летних евробондов на USD400 млн. до 5.125-5.25% с ранее заявленных 5.25-5.50%. В нашем понимании снижение ориентиров стало результатом позитивного настроя инвесторов в отношении российских корпоративных евробондов, которые в четверг показали достаточно неплохую динамику, несмотря на снижение цен на нефть.

Мы оставляем в силе нашу предыдущую оценку справедливого спреда – риск «дочки» столь сильного института, как ВЭБ, должен оцениваться инвесторами не более чем в 20-30 бп премии против предполагаемой из обновленного ориентира доходности в 40-50 бп.

Алексей Тодоров, aleksey.todorov@trust.ru

т 647-23-62

Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru

т 786-23-48



ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Ставки денежного рынка реагируют на снижение ликвидности повышением на 25 бп; в центре внимания – окончание уплаты НДС

Ликвидность продолжает сокращаться. Вчера в связи с началом перечисления 1/3 НДС за 1К 2011 г. (RUB160-175 млрд., по нашим оценкам), выплаты по которому завершатся сегодня, остатки на [корсчетах](#) и [депозитах](#) «похудели» на RUB18.2 млрд. до RUB1.0 трлн., что в условиях нарастающей напряженности с ликвидностью сопровождалось умеренным повышением ставок денежного рынка, полностью подтвердив наши более ранние прогнозы.

Если до начала налогового периода средства, привлеченные по межбанковским кредитам на 1 день, стоили в среднем 3.0-3.25%, то вчера днем сделки [МБК](#) можно было видеть и по 3.5-3.75%, а закрытие проходило по 3.5%, то есть с повышением как минимум на 25 бп к доналоговому уровню. То же касается и сегмента междилерского РЕПО на 1 день, где ввиду снижения ликвидности, наиболее востребованным оказалось фондирование [под залог ОФЗ](#), подорожавшее в течение дня с 3.78% накануне до 3.85%, при неизменной стоимости средств под залог облигаций [1-го эшелона](#) – 3.78%. Подросли в цене и средства в сегменте валютных свопов в секции рубль-доллар расчетами завтра – до 3.5-3.7% днем, против привычных 3.0-3.4%.

В силу низкого спроса на [ОБР-19](#) по итогам вчерашнего аукциона сегодня из платежной системы «уйдет» лишь RUB260 млн. из заявленного объема размещения в RUB10.0 млрд., что не окажет никакого эффекта на ликвидность. В центре внимания сегодня – завершение уплаты НДС, которое, в зависимости от интенсивности встречных поступлений из бюджета и с валютного рынка (признаков значительных поступлений не прослеживается), могут оттянуть из платежной системы еще до RUB100 млрд. к сегодняшним RUB18.2 млрд. и, как следствие, приподнять ставки денежного рынка дополнительно на 20 бп к вчерашнему повышению на 25 бп. Однако основной удар по ликвидности ожидается на следующей неделе с уплатой НДПИ, акцизов (до 25 мая) и налога на прибыль (до 30 мая) суммарным объемом RUB420 млрд., способным привести к удорожанию финансирования до 4.0-5.5%.

Рубль дорожает из-за фактора налогов; опасения участников рынка относительно рублевых рисков ослабли

Рубль возобновил укрепление и дорожает уже второй день подряд, отыгравая положительное воздействие от расширения предложения валюты за счет появления на рынке экспортной выручки, конвертируемой под уплату налогов, и игнорируя снижение цен на нефть.

Между тем в течение дня рубль демонстрировал минимальные колебания по корзине: открывшись 9 копейками вниз на начало торгов четверга – по RUB33.2, цена бивалютной корзины в течение дня не опускалась ниже RUB33.31, завершив торговую сессию по RUB33.34.

Участники рынка реагируют на улучшение динамики рубля снижением опасений относительно рублевых рисков, что находит отражение в падении [трехмесячных ставок NDF](#) – вчера до 3.96-4.04% (против 3.98-4.08% накануне), и все это несмотря на некоторое снижение цен на нефть.

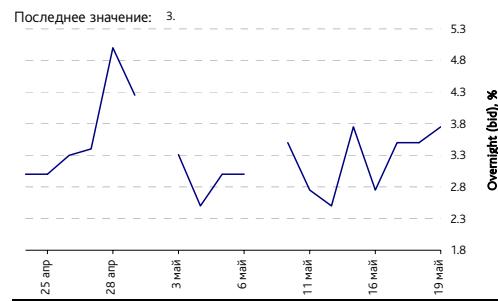
В сегменте ОФЗ вновь спрос на длину, в лидерах оборотов ОФЗ 26204, в негосударственных бумагах основная активность вновь во втором эшелоне

В сегменте ОФЗ в четверг сохранились покупки в средней и дальней частях рублевой суворенной кривой. В разрезе выпусков основной оборот пришелся на 7-летний выпуск [ОФЗ 26204](#) (+14 бп), также активный рынок присутствовал в [ОФЗ 25077](#) (+12 бп).

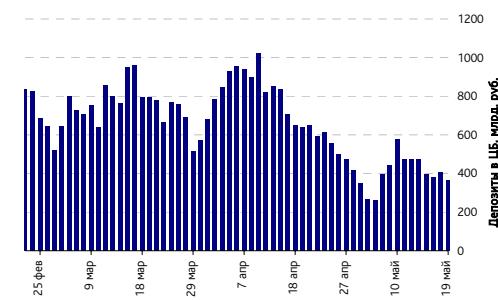
В первом эшелоне покупки при ликвидном рынке присутствовали в коротком [РЖД-10](#) (+19 бп), при небольшом числе сделок заметно вырос выпуск [Газпром нефть БО-6](#) (+14 бп). Во втором эшелоне ликвидный рынок наблюдался в [МТС-4](#) (+4 бп) и в металлургических выпусках, где число сделок при заметном обороте торгов было незначительным, а ценовое движение – разнонаправленным. Покупки здесь мы видели лишь в коротком [Северсталь БО-1](#) (+7 бп) с дюрацией менее полугода.

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru 789-35-94
Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru 647-23-64

Ставка overnight (максимум, bid)



Депозиты в ЦБ РФ



Курс рубль/доллар

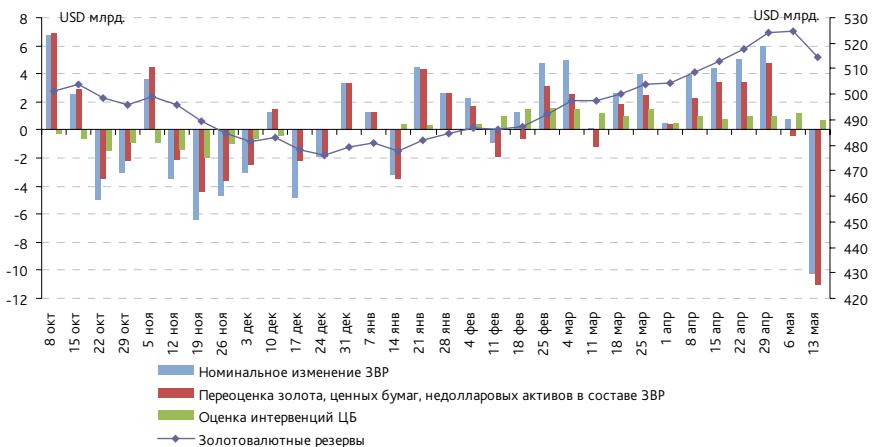


МАКРОЭКОНОМИКА

Международные резервы потеряли USD10.3 млрд. на падении евро; ЦБ не спешит ослаблять присутствие на валютном рынке

Согласно опубликованным накануне Банком России данным, международные резервы РФ за неделю с 6 по 13 мая 2011 г. упали на USD10.3 млрд., снизившись до USD514.4 млрд.

ДИАГРАММА 1. ДИНАМИКА ЗВР, 2010-2011 ГГ.



Источник: ЦБ, НБ «Траст»

КОММЕНТАРИЙ

Международные резервы на прошлой неделе продемонстрировали внушительное сокращение – на USD10.3 млрд., – столь заметной потери в стоимости золотовалютные запасы страны не испытывали с января 2009 г.

Настолько сильное снижение, впрочем, не вызывает удивления, поскольку практически полностью объясняется отрицательной валютной переоценкой недолларовых активов в размере USD10.2 млрд., из которых только на опасениях относительно проблем еврозоны и сопряженного с этим падения евро на 4.5%, резервы потеряли USD9.5 млрд. Оставшиеся USD700 млн. приходятся на переоценку британского фунта (-USD600 млн.), иены и канадского доллара (суммарно –USD110 млн.). Подешевевшее золото, вкупе с чистым отрицательным итогом по переоценке ценных бумаг, входящих в состав международных резервов, дало, по нашим расчетам, еще USD800 млн. сокращения ЗВР, порядка USD700-800 млн. из которых было перекрыто поступлениями от интервенционных покупок валюты Центробанком.

Несколько меньший объем интервенций Банка России в сравнении с покупками в USD1.2 млрд. на предшествующей неделе обусловлен фактором короткой недели, в то время как интенсивность интервенций не претерпела существенных изменений.

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru
8 789-35-94

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

ПРОМЫШЛЕННОСТЬ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ РЫНОК

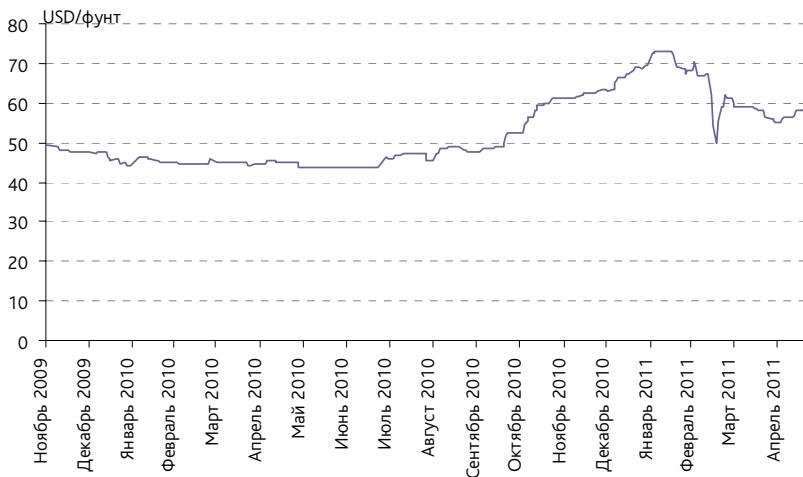
Казатомпром (Ba3/NR/BBB-): на ближайшую перспективу проблем в кредитном качестве не предвидим, хотя увеличение долговой нагрузки в дальнейшем возможно; евробонды на текущих уровнях оцениваем нейтрально

КОММЕНТАРИЙ

Вчера крупнейшая в Казахстане компания атомной отрасли – Казатомпром – представила отчетность по МСФО за 2010 год. Госкомпания, во многом зависящая от поставок уранового сырья на экспорт, ожидаемо увеличила объемы бизнеса. Хотя эффективность операций несколько снизилась, денежные потоки по-прежнему остаются достаточными для покрытия инвестпрограммы. Заявленные агрессивные планы до 2015 года, впрочем, могут сильно подпортить самостоятельное кредитное качество Казатомпрома и еще не раз привести компанию на долговые рынки.

Более $\frac{3}{4}$ выручки Казатомпрома приходится на экспорт урана, а потому хорошие показатели этого сегмента бизнеса оказали позитивное влияние на верхнюю строчку P&L. Цены в 2010 году вели себя стабильно (среднегодовой рост на 5.4% - см. диаграмму), а потому основной прирост выручки был обеспечен увеличением физических объемов добычи (на 27%). Впрочем, гораздо более значительное удорожание других сырьевых товаров не дало удержать рентабельность по EBITDA Казатом突如其来 на высоком уровне (см. таблицу). В 2011 году менеджмент прогнозирует рост выручки до USD1.7 млрд., опять же в основном за счет увеличения продаж урана.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ЦЕН НА УРАН, 2009-2011



Источник: Bloomberg, Ux Consulting

Операционных денежных потоков Казатомпрома второй год подряд хватает на покрытие инвестиционной программы, однако в дальнейшем ситуация обещает существенно ухудшиться. Так, заявленный план по инвестициям на 2011-2015 гг. в объеме USD2.3 млрд., скорее всего, не только уведет свободный денежный поток в глубокий минус, но и продолжит толкать долговую нагрузку вверх.

Впрочем, вряд ли нехватка финансирования наступит раньше 2012 года. Напомним, что в мае 2010 года казахстанская атомная госкомпания привлекла USD500 млн. через выпуск евробондов, и большинство этих средств по-прежнему не были использованы к концу 2010 года. Действительно, помимо USD150 млн. денежных средств на балансе компании также находилось около USD520 млн. краткосрочных банковских депозитов.

Таким образом, по итогам 2011 года Казатомпром вряд ли увеличит свою долговую нагрузку с текущего уровня в 2.4x по показателю «Долг/EBITDA». Рейтингам компании, которые сейчас находятся на суворенном уровне (последней ступени инвесткатегории), тоже вряд ли что-то угрожает. На эту же мысль нас наталкивают и размышления о возможных последствиях ядерной катастрофы в Японии в марте 2011 года. Сама компания сообщила, что на эту страну приходится лишь около 10% мирового потребления уранового топлива.



Подтверждение рейтинга от Fitch после аварии на Фукусиме также добавляет оптимизма.

Евробонды Казатомпрома, таким образом, и далее имеют все шансы торговаться на одном уровне с другими корпоративными евробондами Казахстана. Как мы отмечали в нашем отчете по эмитентам Казахстана от 03.05.2011, сохранение высоких рейтингов и вхождение в индекс EMBI Global пока оказываются для инвесторов важнее, чем некоторые негативные факторы кредитоспособности. Мы не видим перспектив роста **Kazatomprom 15** быстрее рынка.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ КАЗАТОМПРОМА

МСФО, USD млн.	2007	2008	2009	2010
Выручка	961	1,057	1,210	1,567
EBITDA	378	259	395	353
Чистая прибыль	294	92	281	407
Чистый операционный денежный поток	-285	102	203	141
Капвложения и M&A	188	213	115	132
Свободный денежный поток	-428	-48	144	77
Совокупный долг в т.ч.	314	567	411	829
Краткосрочный долг	145	272	175	78
Денежные средства и эквиваленты	86	283	203	152
Активы	2,062	2,829	2,608	3,586
Показатели				
EBITDA margin	39%	25%	33%	23%
EBITDA/проценты (x)	26.9	9.6	20.3	10.8
Долг/EBITDA (x)	0.8	2.2	1.0	2.4
Чистый долг/EBITDA (x)	0.6	1.1	0.5	1.9
Долг/Собственный капитал (x)	0.2	0.3	0.2	0.4

Источник: данные компаний, НБ «Траст»

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

МЕТАЛЛУРГИЯ

PMK (NR) может провести IPO осенью 2011; инвестиции стали слишком агрессивными, а потому видим угрозу для кредитного качества; бумага с размещения показала наилучший рост в металлургическом секторе; закрываем торговую рекомендацию

Как пишет сегодня «Коммерсант», Русская Медная Компания, принадлежащая Игорю Алтушкину (80%) и Руслану Байсарову (20%), может провести IPO 25% своих акций на Лондонской Фондовой Бирже. Планируется разместить половину средств от допэмиссии, половину – от продажи акций нынешних акционеров. Таким образом, PMK может привлечь от USD350 млн. до USD600 млн.

В то же время газета приводит новые планы компании по инвестиционной программе, которые стало гораздо более агрессивными: за пять лет PMK может инвестировать USD3 млрд., увеличив производственные мощности вдвое.

КОММЕНТАРИЙ

Мы позитивно относимся к планам компании по IPO, однако увеличение инвестиционной программы в десятки раз вызывает у нас сильную озабоченность. Напомним, что при размещении облигаций **PMK-Финанс-3** одним из главных заявленных преимуществ кредитного качества эмитента организаторы называли отсутствие масштабной инвестиционной программы, так как основные проекты были завершены в 2008 году. Насколько мы понимаем, привлекаемые от IPO средства будут значительно меньше по объему, чем необходимо PMK на капвложения, а потому долговая нагрузка будет расти.

Относительно рублевого выпуска **PMK-Финанс-3** можно сказать, что он демонстрировал динамику с момента размещения (в декабре 2010) гораздо лучше, чем практически все остальные бумаги рублевого рынка. В металлургическом секторе **больший** рост продемонстрировали лишь более длинные выпуски Евраза и Мечела.

Учитывая, что спред к кривой Мечела и, в частности, к **Мечел-15** сократился за это время до 120 бп, в то время как мы прогнозировали справедливый уровень в 150 бп, мы считаем, что торговая идея по выпуску PMK отлично себя проявила и теперь ее можно закрывать. Помимо более агрессивной инвестиционной политики на это указывает и изменение настроений рынка меди. В конце 2010



года металл был рекорды стоимости, сейчас же его цена стала более волатильной и с тех пор несколько снизилась.

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

НЕФТЬ И ГАЗ

Альянс Ойл (NR/B+/B): продолжающийся рост инвестпрограммы дает о себе знать: долговая нагрузка может достичь критического уровня уже к концу года; рублевые облигации необоснованно дороги; евробонд оценен справедливо

КОММЕНТАРИЙ

В предоставленной вчера отчетности по МСФО за 1К 2011 года небольшая нефтяная компания «Альянс Ойл» вновь продемонстрировала ухудшение кредитных метрик, вызванное чрезесчур высокой инвестпрограммой. Несмотря на то, что рост цен на нефть обеспечил неплохие показатели деятельности в прошедшем квартале, мы по-прежнему считаем кредитный профиль Альянс Ойла уязвимым.

Основный драйвером роста показателей Р&L нефтяной компании стал скачок цен на сырую нефть в 1К 2011. Так, при среднем netback по экспортным операциям в 2010 году около USD40/баррель, в этом периоде он составил 55 (!). Результатом стали рекордные за все время ведения консолидированной отчетности (то есть с 2008 года) квартальные показатели выручки и EBITDA. Справедливости ради стоит отметить, что отчасти этому способствовал и высокий объем добычи сырой нефти, и близкий к рекордному уровню переработки.

По-прежнему сильную озабоченность вызывает у нас растущая из квартала в квартал инвестпрограмма компании. В 1К 2011 она составила USD320 млн. (средний в 2010 году вдвое меньше – см. таблицу), что оказалось в разы больше, чем сгенерированный от основных операций денежный поток. В результате большую часть дефицита Альянс Ойлу пришлось финансировать за счет очередного облигационного займа.

В связи с тем, что в основном компания привлекает долговое финансирование, показатель «Долг/EBITDA» эмитента впервые превысил 3.0x и, по нашим прогнозам, будет в дальнейшем только расти. Если исходить из прописанного в Проспекте евробондов ограничения на уровне 3.5x., а также прогнозируемых нами значений Р&L на конец года, потолок объема возможных заимствований составляет USD500-600 млн. При запланированном на 2011 год объеме инвестпрограммы в USD1 млрд. (осталось USD680 млн. на последующие три квартала) мы считаем, что Альянс Ойл с большой вероятностью подберется к критическому значению «Долг/EBITDA».

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ АЛЬЯНС ОЙЛ

МСФО, USD млн.	2008	2009	1К 10	2010	1К 11
Выручка	2,722	1,726	501	2,196	679
EBITDA	585	390	101	438	156
Чистая прибыль	46	345	45	226	90
Чистый операционный денежный поток	301	315	(22)	204	91
Капвложения и М&А	477	234	157	655	332
Свободный денежный поток	(240)	80	(179)	(447)	(228)
Совокупный долг в т.ч.	876	710	959	1,040	1,325
Краткосрочный долг	633	345	283	127	122
Денежные средства и эквиваленты	335	392	455	99	109
Активы	2,391	2,727	3,068	3,347	3,924
Показатели					
EBITDA margin	21%	23%	20%	20%	23%
EBITDA/проценты (x)	18.7	11.1	12.9	23.2	17.5
Долг/EBITDA (x)	1.5	1.8	2.5	2.4	3.1
Чистый долг/EBITDA (x)	0.9	0.8	1.3	2.1	2.8
Долг/Собственный капитал (x)	0.8	0.4	0.6	0.6	0.6

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Безусловно, эти негативные черты отчасти будут нивелированы улучшением финансовых показателей за счет введения Колвинского месторождения (3К 2011) и завершения реконструкции Хабаровского НПЗ (2012), однако до тех пор мы считаем, что кредитный профиль останется рискованным.



На наш взгляд, тенденция на рублевом рынке облигаций, на котором выпуск **Альянс БО-1** предлагает премию к кривой Газпрома около 100 бп, в очень малой степени отражает адекватную ситуацию. 300 бп, наблюдаемые на рынке евробондов, больше соответствуют действительности, но и этот уровень мы считаем непривлекательным для покупок.

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



Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон, %	Лет до погашения/оферта	YTM / YTP, %
Магнит-660	5000	7.75	3	7.89
ТрансФин-М-260	1250	8	3	8.16
КредитЕвропа-160	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-160	2000	10.5	3	10.78
ВолгоградОбл-34005	3000	8	5	7.78
Группа Разгуляй-1660	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 акцизов (за апрель)
30 мая	Налог на прибыль

Ближайшие выпуски

Ориентир. Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/оферта
20 май 11	Саха Респ-35003	2500	7.95	5
26 май 11	Мехпрачечная СвЖД-1	2500	8	15
26 май 11	Ханты-МансийскБанк-160	5000	TBD	3 / 1
31 май 11	Акрон-4	3750	TBD	10 / 3
31 май 11	Акрон-5	3750	TBD	10 / 3

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/Погашение
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 Принцес	500	17	12	17 май 12
30 май 11	ИТЕРА	5,000	10.3	8.5	20 ноя 12
2 июня 11	Спурт Банк-2	1,000	11.25		
3 июня 11	Металлсервис	1,500	11	9	23 май 12
7 июня 11	ВТБ24-3	6,000	6.3		
9 июня 11	ОМЗ-6	1,600	13	13	
10 июня 11	Х5-4	8,000	18.46		
10 июня 11	ОГКЗ	3,000	7.5		
13 июня 11	Формат	1,000	17		
14 июня 11	ВТБ Лизинг-3	4,231	7.5		
14 июня 11	ВТБ Лизинг-4	4,231	7.5		
14 июня 11	РЖД-16	15,000	14.33		
14 июня 11	Элемент Лизинг-2	2,300	21		
15 июня 11	Мечел-02	5,000	8.5		
15 июня 11	Разгуляй-0960	2,000	0	0	15 дек 11
15 июня 11	Ханты-МансийскийБанк-2	3,000	7.85		
16 июня 11	РСХБ-07	5,000	6.9		
17 июня 11	Ренессанс Капитал КБ-3	4,000	12.5		
20 июня 11	Русское море	2,000	10		

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	ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ	
Леонид Игнатьев	Дмитрий Игумнов	+7 (495) 647-25-98
Департамент макроэкономики и стратегии	Торговые операции	
Роман Дзугаев	Андрей Труфакин	+7 (495) 789-60-58
Мария Помельникова	Кирилл Коваленко	+7 (495) 647-25-97
Алексей Тодоров		
Департамент кредитного анализа	Клиентские продажи	
Сергей Гончаров	Александр Хлопецкий	+7 (495) 647-28-39
Юлия Сафарбакова	Олеся Курбатова	+7 (495) 647-25-90
Дмитрий Турмышев	Артем Петросян	+7 (495) 647-25-67
	Яна Шнайдер	+7 (495) 647-25-74
Выпускающая группа	sales@trust.ru	
Татьяна Андриевская		
Николай Порохов		
research.debtmarkets@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 оговоренные или подразумеваемые гарантии 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) «Банко» в результате использования разных оценок и критерии, 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 долей капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнить 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 ценных бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценных бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценных 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 прямого 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 контрагентом 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 о ценных бумагах от 1934 года, и понимают 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 Великобритания, и распространяется контрагентом 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, выраженным в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.