

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- Российские **евробонды** покупались на общем улучшении конъюнктуры
- Внешний фон** вновь располагает к покупкам ([стр. 2](#))
- Белоруссия:** Нацбанк и правительство обратились к **МВФ** с просьбой о предоставлении стабилизационного кредита
- РЖД** может доразместить к имеющемуся выпуску в фунтах еще GBP200-300 млн. в августе. Во 2П 2011 планируются также рублевые бумаги на RUB10-20 млрд.

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- Бюджетные поступления** не успокоили денежный рынок; **ставки** остаются повышенными
- Депозитные аукционы** Минфина снова актуальны – хорошая база для сегодняшних аукционов ОФЗ
- На сегодняшних **аукционах** Минфин дает премию по новому 4-летнему **ОФЗ 25079**; по **ОФЗ 26205** в явном виде она отсутствует, что с учетом длины и низкой ликвидности выпуска ставит под сомнение успех размещения
- С. Сторчак заявляет о **планах Минфина** «сосредоточиться на ОФЗ» – на внешние рынки в 2011 году РФ больше не выйдет ([стр. 3-4](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- Сбербанк** опубликовал умеренно крепкую отчетность за 1К 2011; еврооблигации считаем интересной инвестицией в качестве
- Казкоммерцбанк** раскрыл финансовые результаты за 1К 2011 по МСФО; сохраняется негативная динамика основных финансовых показателей, но позиция ликвидности смотрится стабильно; советуем к покупке субординированные бумаги
- Алжир выкупит сотового оператора Djezzy (Orascom Telecom Algeria) у **VimpelCom Ltd.** (NR). Решимость алжирского правительства на руку и компании, и ее кредиторам
- Башнефть:** индийская ONGC может привлечь и других партнеров к покупке доли в компании, структура сделки может также поменяться; бумаги Башнефти оценены рынком агрессивно
- КАМАЗ** опубликовал отчетность по МСФО за 2010 г.; операционные показатели растут, однако долговая нагрузка остается высокой; бонды не имеют существенного потенциала ([стр. 5-9](#))
- Планы **АФК «Система»** по созданию третьего крупного направления бизнеса, по всей видимости, обретают более четкие очертания. Компания может пригласить в качестве консультанта по подбору химических активов бывшего президента **Сибура Якова Голдовского**. Ставка Системы именно на нефтехимическую отрасль видится нам наиболее вероятным развитием событий в текущих условиях

СЕГОДНЯ

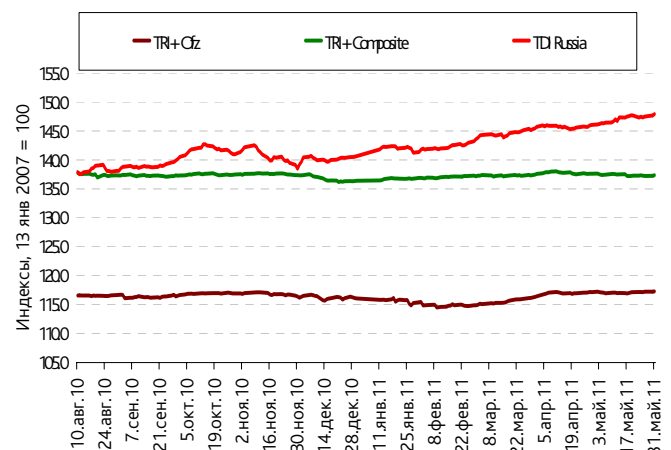
- Статистика США: занять в частном секторе в мае (ADP), ISM Manufacturing за май
- Аукционы: ОФЗ 25079, ОФЗ 26205

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↓ 193.00	-6.00	7.00	-6.00
EMBI+ spread	↓ 287.57	-3.03	11.65	46.44
Russia 30 Price	↑ 117.85	+ 2/8	+ 6/8	+2 2/8
Russia 30 Spread	↓ 137.60	-3.20	+3.70	-10.90
Russia 5Y CDS	↓ 138.63	-3.54	+11.03	-7.87
UST 10y Yield	↓ 3.069	-0.01	-0.18	-0.27
BUND 10y Yield	↑ 3.019	+0.04	-0.26	+0.10
UST 10y/2y Yield	↓ 259.1	-0	-5	-15
Mexico 33 Spread	↓ 238	-3	+5	+6
Brazil 40 Spread	↑ 114	+3	-8	+164
Turkey 34 Spread	↓ 295	-3	+13	+38
ОФЗ 26199	↓ 5.17	-0.00	-0.32	-1.07
Москва 50	↓ 5.01	-0.17	+0.28	-0.88
Мособласть 8	↓ 8.22	-0.00	+1.34	-0.30
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	0.00
МТС 3	↑ 7.16	+0.06	+0.52	-0.29
Руб / \$	↓ 27.981	-0.136	+0.478	-2.370
\$ / EUR	↑ 1.439	+0.012	-0.043	+0.104
Руб / EUR	↑ 40.244	0.164	-0.563	-0.243
NDF 1 год	↑ 4.560	+0.070	+0.260	-0.140
RUR Overnight	↑ 4.00	+0.8	+0.7	
Корсчета	↓ 608.3	-39.90	-6.90	-280.00
Депозиты в ЦБ	↑ 130.1	+12.70	-134.10	-439.50
Сальдо опер. ЦБ	↑ 77.10	+12.40	+5.00	+140.90
RTS Index	↑ 1890.84	+1.35%	-4.29%	+6.67%
Dow Jones Index	↑ 12569.79	+1.03%	-1.86%	+7.70%
Nasdaq	↑ 2835.30	+1.37%	-0.22%	+5.34%
Золото	↓ 1532.20	-0.47%	-0.08%	+8.30%
Нефть Urals	↑ 114.49	+1.18%	-3.38%	+24.18%

TRUST Bond Indices

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↑ 255.58	0.16	0.96	10.01
TRIP Composite	↑ 235.79	0.18	-0.20	1.60
TRIP OFZ	↑ 186.32	0.09	0.22	2.31
TDI Russia	↑ 231.81	0.38	2.68	9.56
TDI Ukraine	↑ 232.12	0.34	0.91	9.82
TDI Kazakhs	↓ 187.39	-0.16	-1.13	5.52
TDI Banks	↑ 231.12	0.16	2.64	10.35
TDI Corp	↑ 244.77	0.44	2.60	10.07

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices




ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Российские евробонды покупались на общем улучшении конъюнктуры

Возвращение во вторник активности в российские еврооблигации после выходного на ключевых площадках в понедельник (США, Великобритания) сопровождалось покупками вследствие роста спроса на риск на глобальном рынке. Основной бенчмарк **Russia 30** прибавил 28 бп с завершением дня на цене 117.85% от номинала. Спред к **UST10** по итогам дня сжался на 3 бп до 142 бп. Не меньший аппетит к покупкам присутствовал и в рублевом выпуске **Russia 18** (+25 бп), торговавшемся на конец дня на 105.20% от номинала.

В корпоративных выпусках покупки наблюдались вдоль всей кривой Газпрома – в наибольшей степени подорожали наиболее длинные бумаги (**Gazprom 34** +83 бп, **Gazprom 37** +45 бп), а также более короткий **Gazprom 16** (с дюрацией порядка 4.8 лет, +25 бп по цене).

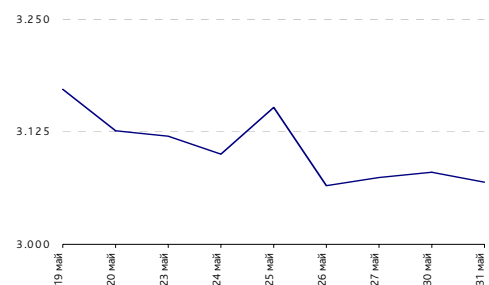
Более широкая палитра покупок присутствовала в выпусках квазисуверенных банков/финансового сектора. Наряду с выпусками РСХБ (**RusAgrBank 21** рублевый **RusAgrBank 16** +20-21 бп) активным спросом пользовались **VEB-Leasing 16** (+44 бп) и **VTB 15N** (+13 бп).

Внешний фон вновь располагает к покупкам

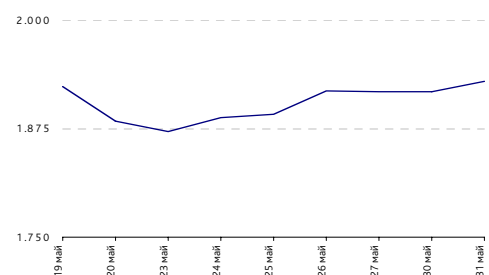
Выросший вчера спрос на рискованные активы предвещает положительный характер торгов сегодня. Несмотря на смешанную динамику азиатских фондовых индексов – прежде всего на факторе негативной статистики по майскому PMI Manufacturing, – покупки в глобальных активах не исчезают. В частности, продолжают покупки в нефти и EUR/USD, а фьючерсы на индексы акций США торгуются не ниже вчерашнего закрытия по базовым активам.

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

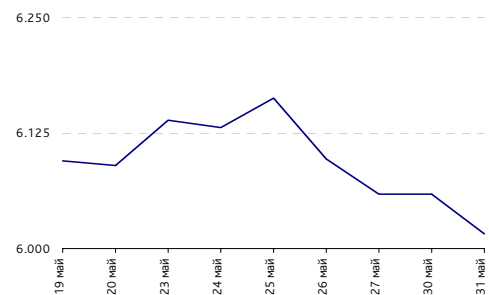
US Treasuries 10 Year (YTM)



Brazil 40 (YTM)



Turkey 34 (YTM)





ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Бюджетные поступления не успокоили денежный рынок; ставки остаются повышенными

Вторник для денежного рынка выдался ожидаемо напряженным. Локальный дефицит рублевой ликвидности никуда не исчез. По-прежнему дорого проходило [МБК](#). Открываясь по инерции в широком диапазоне 4.5-5.0%, на протяжении торгового дня сделки преимущественно заключались по 3.75-4.5%, а вечером – по мере ослабления ажиотажного спроса на рублевые средства – ставки опускались до 3.5-3.75%, то есть ближе к недавно повышенной депозитной ставке овернайт с ЦБ в 3.5%. Несмотря на некоторую коррекцию, дорогим было и однодневное междилерское РЕПО – 4.93% (-46 бп) по сделкам [под залог ОФЗ](#) и 4.91% (-29 бп) под залог облигаций [1-го эшелона](#), однако спред при этом заметно сузился. На то, что денежный рынок продолжает испытывать недостаток свободных средств, указывают повышенные торговые обороты в обоих сегментах.

Несмотря на увеличение объемов сделок как по МБК, так и по междилерскому РЕПО, ликвидность вчера увеличилась. [Корсчета](#) пополнились на RUB39.6 млрд. (до RUB647.9 млрд.), а [депозиты](#) – на RUB28.2 млрд. (до RUB158.3 млрд.). Впрочем, этих средств едва хватило, чтобы как-то сгладить «перекося», возникшие в результате налогов. [Чистая ликвидная позиция](#) выросла на RUB67.8 млрд. до RUB978.3 млрд. За счет средств с валютного рынка платежная система, по нашим оценкам, могла получить меньше половины чистого притока, привлечение через прямое РЕПО с ЦБ было минимальным, следовательно остальное – поступления из бюджета.

Причина, по которой рынок слабо реагирует на восстановление ликвидности, может заключаться в сегментированности денежного рынка, из-за которой ликвидность распределена по системе неравномерно, и большинство участников получают средства с существенной задержкой. Помимо этого негативное давление на ставки остается сильным по мере адаптации рынка к повышению со вчерашнего дня ставок по депозитам с ЦБ на 25 бп.

Депозитные аукционы Минфина снова актуальны – хорошая база для сегодняшних аукционов ОФЗ

Удачное размещение бюджетных средств в рамках вчерашнего аукциона Минфина было довольно предсказуемым. Ведомство разместило на депозиты банков RUB32.0 млрд., или 64% заявленного объема в RUB50.0 млрд. под 4.07% примерно на 4.5 месяца. Локальный дефицит ликвидности из-за налогов сохраняется, существующая напряженность на денежном рынке указывает на то, что имеющегося предложения на межбанке и в сегменте междилерского РЕПО явно недостаточно, чтобы полностью удовлетворить потребности рынка, отсюда и востребованность бюджетных средств.

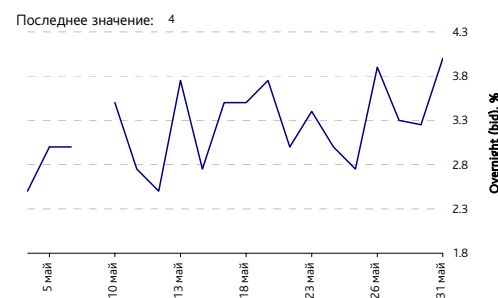
Однако наличие спроса само по себе не гарантирует успех аукциона, определяющую роль играет предлагаемое на аукционе соотношение риск-доходность. На прошлой неделе, несмотря на острую потребность в рублевой ликвидности, занимать у Минфина, скажем, под 4.06% на 4 месяца (параметры аукциона от 24.05.11) при 3.45-3.75% на МБК и 3.95-4.06% в сегменте междилерского РЕПО на 1 день, было не совсем целесообразно. Сейчас, когда МБК и РЕПО подорожало до 4.5-4.75% и 4.9-5.2% соответственно, а прямое РЕПО с ЦБ на 1 день стоит порядка 5.4%, аукционы Минфина (где средневзвешенная ставка вчера составила 4.07% годовых на 4.5 месяца) – как бы не единственный оптимальный после межбанковских кредитов и средств через междилерское РЕПО источник средств.

Как бы то ни было, условия ограниченной ликвидности делают стратегию привлечения бюджетных средств у Минфина под покупку ОФЗ вновь актуальной. Совпадение или нет, но вчера участники заняли у Минфина RUB32.0 млрд., то есть практически столько же, сколько будет предложено сегодня в рамках аукционов ОФЗ объемом до RUB30.0 млрд.

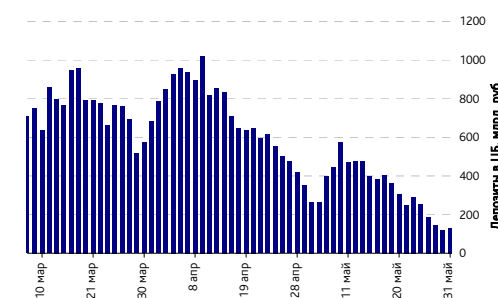
На сегодняшних аукционах Минфин дает премию по новому 4-летнему ОФЗ 25079; по ОФЗ 26205 в явном виде она отсутствует, что с учетом длины и низкой ликвидности выпуска ставит под сомнение успех размещения; С. Сторчак заявляет о планах Минфина «сосредоточиться на ОФЗ» – на внешние рынки в 2011 году РФ больше не выйдет

Сегодня состоится первый июньский аукцион Минфина. Напомним, что в конце ушедшего месяца ведомство заметно скорректировало план заимствований через ОФЗ на июнь, расширив его на RUB50 млрд. до RUB200 млрд. и увеличив дюрацию портфеля размещаемых выпусков.

Ставка overnight (максимум, bid)



Депозиты в ЦБ РФ





Ранее в мае Минфин в числе ключевых приоритетов назвал удлинение дюрации портфеля ОФЗ и пообещал премии на размещениях длинных выпусков. Найти подтверждения словам ведомства возможность есть уже сегодня – на аукционах планируется продать RUB10 млрд. нового 4-летнего выпуска **ОФЗ 25079** и RUB20 млрд. 10-летнего **ОФЗ 26205**.

Обнародованные вчера ориентиры доходности по 4-летней бумаге формируют диапазон 7.20-7.29%. По дюрации новый 79-й выпуск сопоставим с 5-летним **ОФЗ 25075**, вышедшим на рынок в июле прошлого года и входящим в число «эталонных». Для обеих бумаг она составляет 3.56-3.57 лет. После обнародования ориентиров доходности bid/offer по **ОФЗ 25075** составляли 7.25%/7.16%, а на конец дня данный спред сузился до 7.26%/7.23%. Доходность сделок на протяжении всего дня составляла 7.23%, и только последняя в основном режиме торгов прошла по 7.26%. Внешний фон сегодня благоприятствует покупкам в рублевом долге, что может «поднять» цены. Несмотря на это, размещение по верхней границе ориентира Минфина предполагает премию к рынку – даже несмотря на практику ведомства отсекаать заявки по верхней границе и размещать на 1 бп по доходности ниже.

По **ОФЗ 26205** явной премии нет, но крайне слабый рынок в этой бумаге с момента ее выхода в апреле уверенности в успехе размещения не дает. Ведомство сориентировало на 8.10-8.18% по доходности. С появлением «целевого» диапазона рынок стоял 8.17%/8.08% по ценам bid/offer с стакана, сдвинувшись на конец дня до 8.18%/8.14%. Немногочисленные сделки внутри дня шли преимущественно по 8.15-8.16%. С учетом длины и низкой ликвидности 205-й бумаги Минфину, на наш взгляд, следовало дать более выраженную премию к вторичному рынку. Впрочем, это первое доразмещение **ОФЗ 26205** с момента появления его на рынок 13 апреля и, видимо, ведомство сейчас «пристреливается». Исходя из скорректированного плана эмиссии ОФЗ на июнь, еще одно предложение **ОФЗ 26205** будет иметь место 15 июня. По итогам же торгового дня вторника бумага подешевела на 41 бп к уровню понедельника с закрытием на 97.40% от номинала – более чем на фигуру ниже цены размещения в апреле (составившей 98.41%).

В контексте новых тенденций на рынке ОФЗ в июне, обеспеченных Минфином, уместно обратить внимание на вчерашнее заявление замминистра финансов С. Сторчака – он обозначил, что в текущем году эмиссии суверенных евробондов более не планируется, и Минфин сосредоточится на заимствованиях через ОФЗ. Данное утверждение относится и к рублевым евробондам. Впрочем, последнее аналогичное утверждение замминистра не помешало в конце мая доразместить рублевый евробонд **Russia 18** на RUB50 млрд.

На вторичке в госбумагах вчера покупки шли вдоль всей кривой, основные обороты сосредоточились в дюрации 2.5-4 года – **ОФЗ 25076** (+10 бп), **ОФЗ 25077** (+4 бп). На 17 бп подорожал **ОФЗ 26204** (чему способствовала и динамика рублевого выпуска **Russia 18R**).

В первом эшелоне основной оборот пришелся на **ВЭБ-8** (-5 бп). В лидерах при ликвидном рынке оказались недавно разместившиеся выпуски РусГидро, прибавившие 16-22 бп. Также ликвидный рынок вчера присутствовал в **Газпром-11** (+18 бп). Во втором эшелоне мы обратили внимание на покупки в коротком выпуске **Башнефть-3** (+31 бп) и традиционно ликвидном **МТС-4** (+8 бп).

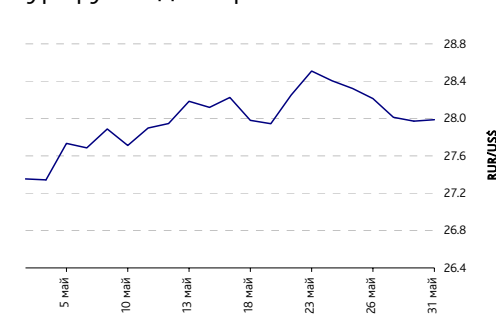
Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru

☎ 789-35-94

Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 647-23-64

Курс рубль/доллар





ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

БАНКИ И ФИНАНСЫ

Сбербанк (Ваа1/NR/BBB) опубликовал умеренно крепкую отчетность за 1К 2011; еврооблигации считаем интересной инвестицией в качество

КОММЕНТАРИЙ

Вчера Сбербанк опубликовал крепкие финансовые результаты за 1К 2011 по МСФО, продемонстрировав рост чистой прибыли и увеличение кредитного портфеля при улучшении его качества. Для котировок бумаг новость нейтральна.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ СБЕРБАНКА

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	1К 10	2010	1К 11
Чистые процентные доходы	378	503	129	496	130
Чистые комиссионные доходы	86	101	26	124	30
Операционные доходы до резервов	448	646	169	660	170
Операционные расходы	-222	-229	-61	-283	-76
Отчисления в резервы	-98	-389	-54	-154	14
Чистая прибыль	98	24	43	182	87
Денежные средства	804	726	532	720	668
Ценные бумаги	494	1,064	1,590	1,824	1,779
Кредитный портфель, гросс	5,280	5,444	5,374	6,192	6,339
Резервы	-202	-580	-631	-702	-678
Кредитный портфель, нетто	5,078	4,864	4,743	5,489	5,661
Средства клиентов	4,795	5,439	5,503	6,651	6,647
<i>в тч частей клиентов</i>	3,112	3,787	3,888	4,834	4,888
Долговые ценные бумаги размещенные	191	171	146	273	252
Субординированный долг	536	519	515	304	308
Прочие заемные средства	409	123	162	306	270
Собственный капитал	750	779	848	987	1,078
Активы	6,736	7,105	7,301	8,629	8,696
Показатели					
Доходность собственного капитала (ROAE)	14.1%	3.2%	21.4%	20.9%	33.6%
Доходность активов (ROAA)	1.7%	0.4%	2.4%	2.4%	4.0%
Расходы/доходы	49.5%	35.5%	36.4%	42.8%	44.9%
Чистая процентная маржа (NIM)	7.0%	7.7%	7.3%	6.5%	6.2%
NPLs (Свыше 90 дней) /Кредиты	1.8%	8.5%	8.9%	7.3%	7.2%
Резервы/NPLs, (x)	2.1	1.2	1.3	1.6	1.5
Достаточность капитала 1 уровня (Tier 1)	12.1%	11.5%	11.9%	11.9%	13.0%
Достаточность капитала (TCAR)	18.9%	18.1%	18.9%	16.8%	17.8%

Источник: данные банка, НБ «Траст»

В 1К 2011 года **кредитный портфель** банка увеличился на 2.4% до RUB6.3 трлн., что вполне соответствует рыночным тенденциям. При этом банк улучшил **качество кредитов**: доля NPLs сократилась на 0.1 п.п. до 7.2% в заемном портфеле, а уровень реструктурированных кредитов – на 0.6 п.п. до 11.4% от всех займов.

Улучшение качества активов в свою очередь позволило банку приступить к **восстановлению резервов** (+RUB14 млрд.), что обусловило рост показателей **прибыльности** до максимальных значений. Так, **чистая прибыль** увеличилась на 20.5% к итогам прошлого квартала до RUB86.8 млрд., а ROAE составил 33.6%. По словам менеджмента, банк не планирует дальнейшего роспуска резервов, ожидая сохранения объема средств на текущих значениях.

К негативным моментам стоит отнести **снижение операционной эффективности** и **чистой процентной маржи**. Так, показатель «Расходы/доходы» увеличился до 44.9% ввиду повышения затрат на персонал. NIM, по нашим оценкам, сократилась на 0.4 п.п. за квартал до 6.2% в 1К 2011. Основной причиной является опережающее снижение ставок по корпоративным кредитам. Мы рассчитываем на умеренное давление со стороны ставок на NIM в 2011 году и ожидаем восстановления позитивной динамики кредитных ставок по мере ужесточения кредитно-денежной политики. Так, по данным ЦБ, стоимость розничных кредитов уже демонстрирует некоторый рост с конца 2010 года.

Мы считаем еврооблигации Сбербанка привлекательной инвестицией для консервативных инвесторов в качестве альтернативы суверенным выпускам. При



этом больший интерес представляют бумаги на диапазоне 2-4 лет. Так, бонды **Sberbank 15** (YTM 3.80%) и **Sberbank 13,13N** (YTM 2.26/2.38%) торгуются при спреде к суверенной кривой на уровне 70-80 бп, в то время как **Sberbank 17** (YTM 4.51%) предлагает премию в 40-50 бп.

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

Казкоммерцбанк (ВаЗ/В/В-) раскрыл финансовые результаты за 1К 2011 по МСФО; сохраняется негативная динамика основных финансовых показателей, но позиция ликвидности смотрится стабильно; советуем к покупке субординированные бумаги

КОММЕНТАРИЙ

Вчера Казкоммерцбанк (ККБ) опубликовал отчетность по МСФО за 1К 2011, а также провел телеконференцию с участниками рынка.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ КАЗКОММЕРЦБАНКА

МСФО, KZT млрд.	2008	2009	1К 10	2010	1К 11
Чистые процентные доходы	199	194	37	139	29
Чистые комиссионные доходы	17	17	3	17	3
Операционные доходы до резервов	201	254	41	160	33
Операционные расходы	-32	-30	-7	-36	-8
Отчисления в резервы	-149	-192	-31	-96	-15
Чистая прибыль	20	19	6	22	6
Денежные средства	90	91	131	61	101
Ценные бумаги	45	132	155	242	308
Кредитный портфель, гросс	2,434	2,666	2,695	2,759	2,703
Резервы	-289	-506	-533	-584	-572
Кредитный портфель, нетто	2,145	2,161	2,161	2,175	2,130
Средства кредитных организаций	296	209	182	147	176
Средства клиентов	979	1,276	1,394	1,507	1,502
Долговые ценные бумаги размещенные	678	464	432	375	333
Субординированный долг	118	136	137	137	137
Собственный капитал	314	390	396	414	422
Активы	2,615	2,588	2,647	2,688	2,674
Показатели					
Доходность собственного капитала (ROAE)	6.4%	5.4%	5.7%	5.5%	5.7%
Доходность активов (ROAA)	0.7%	0.7%	0.9%	0.8%	0.9%
Расходы/доходы	16.1%	11.9%	17.2%	22.4%	25.2%
Чистая процентная маржа (NIM)	7.0%	6.9%	5.0%	4.6%	3.8%
NPLs/кредиты	6.0%	21.3%	22.8%	22.0%	24.9%
Резервы/NPLs, (x)	2.0	0.9	0.9	1.0	0.9
Достаточность капитала (TCAR)	17.7%	20.1%	20.7%	20.1%	21.7%

Источник: данные банка, НБ «Траст»

Итоги банка мы оцениваем умеренно негативно: по-прежнему растет доля просроченных кредитов, сохраняется давление на чистую процентную маржу, а в 2011 году не стоит ожидать разворота динамики. Выделим основные тенденции:

- **Стагнация кредитного портфеля.** За 1К 2011 объем кредитов сократился на 2.1% до KZT2.7 трлн. По ожиданиям менеджмента, объем займов до отчислений в резервы останется стабильным по итогам года, а незначительный прирост розничного кредитного портфеля компенсируется сокращением величины корпоративных ссуд.
- **Ухудшение качества кредитов.** Доля просроченных займов (свыше 90 дней) увеличилась за 1К 2011 на 2.9 п.п. до 24.9% в кредитном портфеле. Отчасти это связано с ростом уровня кросс-дефолтов по кредитам корпоративным клиентам. Принимая во внимание существенный объем реструктурированных займов (19.1% от всех кредитов), мы не исключаем вероятности дальнейшего роста NPLs. Менеджмент рассчитывает на поддержание доли просрочки на уровне порядка 25% в 2011 году.
- **Снижение чистой процентной маржи.** По нашим оценкам, в 1К 2011 года NIM просела на 0.6 п.п. относительно 4К 2011 до 3.8%. По словам руководства ККБ, стоит ожидать дальнейшего сокращения до 3.0% по итогам за 2011 год.



- **Давление на прибыль со стороны отчислений в резервы.** Несмотря на снижение отчислений в резервы в 1К 2011 относительно прошлых периодов, мы скорее склонны ожидать их роста в 2011 году. Это обусловлено недостаточным, на наш взгляд, уровнем покрытия резервами (0.9x) и негативной динамикой качества активов.

Тем не менее у банка сохраняется комфортная позиция ликвидности, которая подкрепляется последовательным притоком розничных средств (+6.6% за 1К 2011 до KZT481 млрд.), а также доступом к публичному долговому рынку. Из старших еврооблигаций ККБ наибольший интерес представляют короткие бумаги **ККВ 13** (УТМ 7.31%), которые предлагают более широкий спред к свопам. Мы также советуем обратить внимание на субординированные выпуски **ККВ 16** и **ККВ 17**, вероятность исполнения колл-опционов по которым, на наш взгляд, мала. При текущих котировках на уровне 88.0% от номинала их доходность к погашению обуславливает премию к кривой старших выпусков на уровне выше 250 бп против справедливого уровня в 100-150 бп.

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

ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ

Алжир выкупит сотового оператора Djezzy (Orascom Telecom Algeria) у VimpelCom Ltd. (NR). Решимость алжирского правительства на руку и компании, и ее кредиторам

По данным газеты «Коммерсант», премьер-министр Алжира в прошедшие выходные сделал заявление о том, что алжирское правительство намерено полностью выкупить местного сотового оператора Orascom Telecom Algeria (OTA) у Orascom Telecom. Напомним, что Orascom был куплен компанией VimpelCom Ltd. у египетского бизнесмена Нагиба Савириса.

КОММЕНТАРИЙ

Насколько мы поняли из статьи, сделка по полной национализации OTA находится на завершающей стадии, и уже даже сделана оценка стоимости актива. Мы исходим из того, что VimpelCom Ltd. выручит за актив не менее USD4-7 млрд. Важно, что VimpelCom Ltd. находится в очень привилегированном положении, так как, в случае занижения стоимости со стороны алжирского правительства, бизнесмен Нагиб Савирис готов компенсировать компании разницу между рыночной оценкой и ценой фактической покупки.

С одной стороны, VimpelCom Ltd. потеряет очень маржинальный и крупный актив Orascom Telecom, лишаящий компанию порядка 40% всех возможных денежных потоков, которые сулила масштабная M&A сделка с египетским бизнесменом. Но, с другой стороны, прекратится конфликт, лежащий практически в политической плоскости; компания получит достаточно денег, чтобы не только компенсировать денежную часть сделки с Orascom Telecom (менее USD1.5 млрд), но и направить на инвестпрограмму и рефинансирование долгов.

По сути, появление у VimpelCom Ltd. нескольких миллиардов долларов в наличной форме кардинально меняет наше восприятие амбициозного выхода компании на рынки более чем 10 стран. Самые большие опасения были связаны с ростом долговой нагрузки и новой порции публичных заимствований. Транзакция с алжирским правительством могла бы с большой долей вероятности избавить рынок от предложения бондов.

По нашим оценкам, рост долга объединенной компании, но без Djezzy, составит уже не 4x, а менее 3x. Мы думаем, что это оценят и рейтинговые агентства, и долговые инвесторы. Сейчас спред между еврооблигациями ВымпелКом и МТС составляет 40-50 бп, и весьма вероятно, что официальная новость о национализации алжирского актива может сузить его до 25-30 бп.

Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru
☎ 647-23-60

НЕФТЬ И ГАЗ

Башнефть (NR): индийская ONGC может привлечь и других партнеров к покупке доли в компании, структура сделки может также поменяться; бумаги Башнефти оценены рынком агрессивно

Вчера индийские СМИ сообщили о том, что к покупке блокпакета в Башнефти к индийской государственной ONGC могут присоединиться еще четыре компании из этой страны. По данным газеты The Times of India, в создаваемый консорциум



могут войти нефтеперерабатывающие *Indian Oil Corp., Hindustan Petroleum Corp.,* добывающая *Oil India Ltd.*, а также газовый трейдер – *GAIL India Ltd.* Последняя, напомним, также недавно была заявлена как один из претендентов на долю в проекте Новатэка – Ямал СПГ.

Исходя из предоставленных деталей, компании планируют приобрести 25% в СП, куда будут внесены доли Башнефти, Русснефти и принадлежащей индийской ONGC компании *Imperial Energy* с активами в России. 10-15% акций достанутся ONGC, а стоимость пакета оценена, исходя из оценки 1% акций (СП, а не Башнефти!), в USD 100 млн.

КОММЕНТАРИЙ

Привлечение зарубежных партнеров в акционерный капитал Башнефти мы рассматриваем как положительное событие для нее. В первую очередь это перспективы поддержки финансовой деятельности компании, которой в ближайшие годы потребуются понести существенные расходы на освоение месторождений Требса-Титова. Во-вторых, наличие в числе участников консорциума импортера может означать, что российская и индийская стороны заключат договоры на поставку продукции российских нефтяных компаний АФК «Система».

Тот факт, что ONGC решила привлечь и другие компании в сделку по покупке долей российских НК, может обеспечить как более широкую финансовую, так и технологическую базу – как отмечено выше, каждый из индийских партнеров специализируется на своем сегменте бизнеса.

Спред рублевых облигаций **Башнефть-1..3** к биржевым выпускам Лукойла с соответствующей дюрацией стабилизировался в последний месяц на уровнях 60-80 бп. Весь 2010 год он неуклонно снижался с 250 бп до 70 бп, а затем колебался в более широком диапазоне 40-110 бп. Однако у Башнефти есть ряд недостатков по сравнению с Лукойлом: масштабная относительно размеров компании инвестпрограмма, агрессивная (и к тому же четко не определенная до сих пор) дивидендная политика и отсутствие рейтингов. Мы считаем, что это должно оцениваться рынком не менее чем в 100-130 бп премии между бумагами.

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

ПРОМЫШЛЕННОСТЬ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ РЫНОК

КАМАЗ (NR) опубликовал отчетность по МСФО за 2010 г.; операционные показатели растут, однако долговая нагрузка остается высокой; бонды не имеют существенного потенциала

Вчера Группа КАМАЗ опубликовала консолидированную отчетность по международным стандартам за 2010 г. и некоторые детали стратегии до 2020 г.

КОММЕНТАРИЙ

Операционные показатели КАМАЗа продемонстрировали неплохую динамику, хотя и менее впечатляющую по сравнению с производителями легковых автомобилей. Для сравнения: выручка Соллерса по МСФО в 2010 г. выросла почти на 60%, что во многом связано с программой автоутилизации, которая распространялась только на легковые автомобили и не затрагивала коммерческий транспорт. Рынок грузовых автомобилей в штучном выражении увеличился на 50%: продажи в 2010 г. составили 58.6 тыс. штук. Рентабельность по EBITDA КАМАЗа в 2010 г. составила 6%, что все еще ниже показателя предкризисного 2008 г. (9%).

Компания уверенно генерирует операционный денежный поток, который полностью покрывает потребности по финансированию инвестиционной программы.

Ситуация с долгом существенно улучшилась за последний год благодаря росту операционных показателей и незначительному уменьшению совокупного долга до RUB23.5 млрд. Долговая нагрузка в терминах «Чистый долг/EBITDA» находится еще на высоком уровне – около 4.6x – однако уже не выглядит такой устрашающей как в 2009 г. Компания в 2010 г. потратила на обслуживание долга около RUB1.7 млрд., что в 2.5 раза меньше ее EBITDA. Если КАМАЗ продолжит следовать консервативной долговой политике и увеличивать операционные показатели, снижая уровень совокупного долга, компании по силам снизить долговую нагрузку до предкризисных уровней.



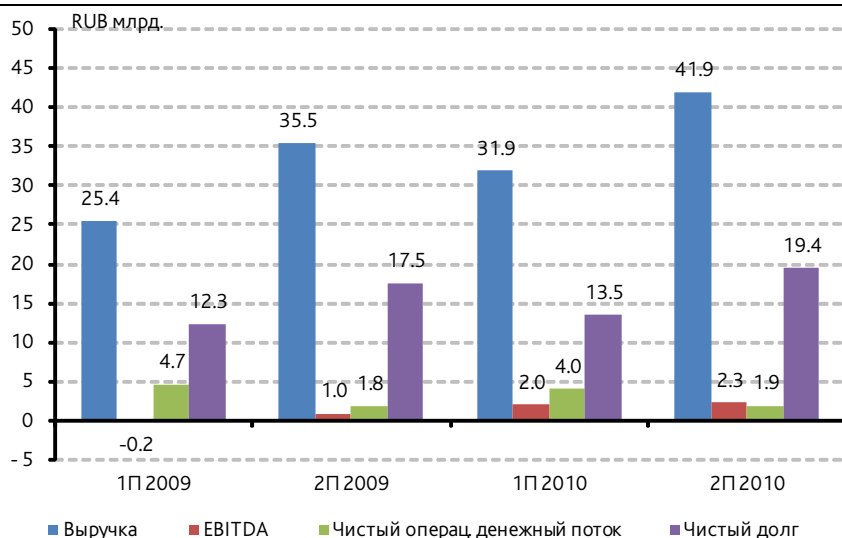
ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ КАМАЗА

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	2010	2П/1П	10/09
Выручка	96.3	60.9	73.8	32%	21%
ЕБИТДА	8.6	0.8	4.2	14%	458%
Чистая прибыль	1.1	-2.6	-0.9		
Чистый операц. денежный поток	0.9	6.5	6.0	-52%	-7%
Капвложения и М&А	4.2	3.4	1.4	236%	-57%
Свободный денежный поток	-3.2	3.1	4.5	-78%	46%
Совокупный долг, в т.ч.	22.4	24.7	23.5	13%	-5%
<i>Краткосрочный долг</i>	19.0	13.5	13.0	9%	-4%
Денежные средства и эквиваленты	6.8	7.2	4.1	-44%	-43%
Активы	78.3	70.5	70.1	-1%	-1%
Показатели					
ЕБИТДА margin	9%	1%	6%		
ЕБИТДА/проценты, (x)	7.5	0.4	2.4		
Долг/ЕБИТДА*, (x)	2.6	32.6	5.6		
Чистый долг/ЕБИТДА*, (x)	1.8	23.1	4.6		
Долг/Собственный капитал, (x)	0.7	0.8	0.8		

Источники: данные компании, НБ «Траст»

В опубликованной стратегии компании до 2020 г. указаны целевые планы КАМАЗа на 2011 г. Компания планирует увеличить физические продажи на 19% (+30% к выручке) и увеличить рентабельность по ЕБИТДА до 7%. Капитальные затраты в 2011 г. запланированы в размере RUB4 млрд., что существенно выше инвестиций в прошлом и 2009 г. Однако если КАМАЗ продолжит наращивать операционный денежный поток и в 2011 г., он сможет обойтись без наращивания совокупного долга.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ КАМАЗА



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Сейчас КАМАЗ активно лоббирует расширение программы утилизации на грузовые автомобили, и мы ожидаем, что в 2012 г. – после сворачивания аналогичной программы для производителей легковых автомобилей – она все же будет принята. И именно КАМАЗ может стать главным бенефициаром программы утилизации грузовых автомобилей.

Рублевые облигации КАМАЗа торгуются примерно на одном уровне с бондами ГСС и Иркутска и бумагами производителей минеральных удобрений, что выглядит несколько агрессивно для компании без рейтингов и со сравнительно высокой долговой нагрузкой. Мы не ожидаем от них опережающей рынок динамики, и предпочитаем им более доходные облигации Соллерса.

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



Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон, %	Лет до погашения/оферта	УТМ / УТР, %
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
Саха Респ-35003	2500	7.95	5	8.19
Мехпрачечная СвЖД-1	2500	8	15	8.16
Банк Зенит-66о	5000	7.25	3 / 1	NA / 7.38
Калужская Обл-34005	2500	8.2	5	8.45
ТрансФин-М-76о	500	8.5	3	8.68
Акрон-4	3750	7.95	10 / 3	NA / 8.11
Акрон-5	3750	7.95	10 / 3	NA / 8.11

Налоговые выплаты

Дата	Налог
15 июня	Страховые взносы во внебюджетные фонды
20 июня	1/3 НДС за 1К 2011 г.
27 июня	НДПИ и акцизы
28 июня	Налог на прибыль

Ближайшие выпуски

Ориентир. Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/оферта
01 июн 11	Кокс-26о	5000	8.7	3
06 июн 11	ТрансФин-М-12	1000	TBD	10 / 5
06 июн 11	ТрансФин-М-13	1000	TBD	10 / 5
06 июн 11	ТрансФин-М-14	1000	TBD	10 / 5
07 июн 11	ЗСД-1	5000	TBD	20 / 5

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/ Погашение
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	5.6	30 май 12
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	7.5	9 дек 11
13 июн 11	Формат	1,000	17	17	8 дек 11
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	7.9	6 июн 16
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	Ханты-МансийскийБанк-2	3,000	7.85		
16 июн 11	РСХБ-07	5,000	6.9	6.85	11 июн 13
17 июн 11	Ренессанс Капитал КБ-3	4,000	12.5	9.25	6 июн 12
20 июн 11	Русское море	2,000	10		
21 июн 11	ДиПОС	2,000	6		
22 июн 11	Еврофинансы-Недвиж-1	1,100	5		
22 июн 11	НОМОС-Банк-09	5,000	7		
22 июн 11	Стальфонд-Недвиж.	700	7		
23 июн 11	Еврофинансы-Недвиж-2	1,100	5		
24 июн 11	ТВЗ-16о	2,000	7		
28 июн 11	Газпром-11	5,000	13.75	13.75	24 июн 14
30 июн 11	Ай Теко-1	630	12.5	12.5	29 сен 11

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.