

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- **Статистика по занятости** в мае: в дискуссии о необходимости дальнейшего стимулирования экономики появляется хороший козырь
- Частному сектору могут предложить поучаствовать миллиардами долларов в спасении **Греции**; ждем итогов саммита Еврогруппы в конце июня
- Германские банки – крупнейшие в Европе держатели госдолга Греции; позиция **ЕЦБ, Германии и Франции** может помочь Афинам избежать реструктуризации
- ЕвразЭС официально утвердил выделение **Беларуси** стабкредита; приватизация вновь названа одним из ключевых условий; рассчитываем на позитивную реакцию в госбумагах
- **Итоги торгов по еврооблигациям**: разнонаправленная динамика при низкой активности; суверенный риск РФ пользовался спросом
- **Российский долговой рынок**: отсутствие позитива при сохраняющихся проблемах в Европе и США; ждем снижения котировок на открытии
- **Пробизнесбанк** проведет ряд встреч с инвесторами с целью выпустить евробонд; ожидаем высоких ориентиров по купону ([стр. 2-4](#))

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- Приток **ликвидности** умеренный; **ставки** стабилизировались на повышенном уровне; негативных сюрпризов на неделе не ждем
- **Рубль** дешевеет на снижении нефтяных котировок и ухудшении восприятия рублевых рисков
- **Рынок рублевого долга** в пятницу: покупки вдоль всей кривой ОФЗ, в корпоративном секторе более интересная картина торгов сложилась во 2 эшелоне, ликвидный рынок присутствовал в отдельных выпусках 3 эшелона
- **КБ «Центр-инвест»** размещает RUB1.5 млрд. облигаций; предложение считаем интересным от нижней границы диапазона по доходности
- **Евраз**: закрытие книги по справедливой доходности ([стр. 5-6](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- **Транснефть** сильные показатели в очередном отчетном году, свободный денежный поток может выйти в плюс уже в 2011 году; новых размещений евробондов не ожидаем; уже торгуемые оценены справедливо
- **АТФ Банк** доразместил USD275 млн. акций в пользу основного акционера – группы UniCredit; позитивно для кредитного профиля банка
- **ТГК-2** планирует новую допэмиссию, еще не разместив старую; планы по покупке нефтяных активов вряд ли осуществляются в пользу самой компании, кредитные риски которой и так слишком велики ([стр. 7-9](#))
- По информации источников Интерфакса, Северсталь отказалась от покупки Распадской. Пока потенциальных сторонних претендентов не осталось, неопределенность в будущем сделки сохраняется; спред **Raspadskaya 12 – Eurochem 12** в последние два месяца колеблется возле нуля
- **Сбербанк** скептически относится к покупке казахстанского **БТА Банка**; сохраняется неопределенность относительно плана выхода государства в лице фонда «Самрук-Казына» из капитала БТА Банка; нейтрально смотрим на евробонды последнего

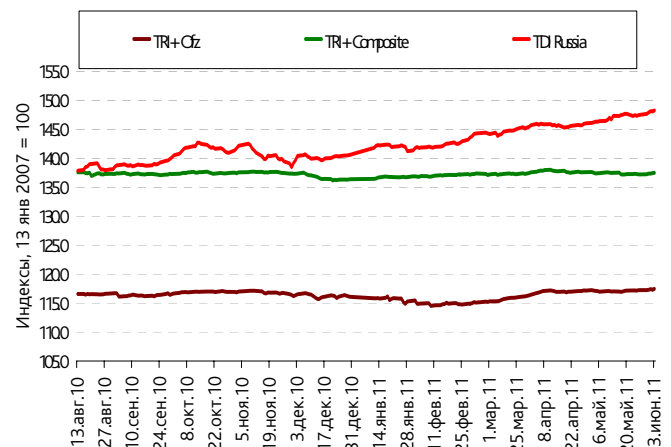
КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

		Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↑	193.00	2.00	0.00	-6.00
EMBI+ spread	↑	287.88	0.82	6.09	46.75
Russia 30 Price	↑	118.39	+ 2/8	+1 1/8	+2 6/8
Russia 30 Spread	↓	136.80	-0.30	-1.30	-11.70
Russia 5Y CDS	↓	137.68	-1.13	+7.05	-8.83
UST 10y Yield	↓	2.992	-0.03	-0.18	-0.34
BUND 10y Yield	↑	3.057	+0.07	-0.11	+0.14
UST 10y/2y Yield	↓	256.1	-0	-4	-18
Mexico 33 Spread	↑	245	+2	+7	+13
Brazil 40 Spread	↑	116	+3	-2	+167
Turkey 34 Spread	↑	298	+1	+4	+41
ОФЗ 26199	↓	5.22	-0.00	-0.21	-1.03
Москва 50	↓	4.77	-0.22	-0.24	-1.12
Мособласть 8	↓	7.26	-0.00	-1.64	-1.26
Газпром 4	↔	7.90	-	0.00	0.00
МТС 3	↓	7.02	-0.00	+0.04	-0.44
Py6 / \$	↓	27.875	-0.093	+0.613	-2.475
\$ / EUR	↑	1.463	+0.014	+0.033	+0.128
Py6 / EUR	↓	40.344	-0.006	-0.198	-0.144
NDF 1 год	↓	4.400	-0.130	-0.130	-0.300
RUR Overnight	↓	3.40	-0.2	+0.4	
Корсчета	↓	496.1	-64.10	-161.80	-392.20
Депозиты в ЦБ	↑	384.6	+86.50	-58.50	-185.00
Сальдо опер. ЦБ	↑	301.40	+64.10	+4.90	+365.20
RTS Index	↓	1858.08	-1.48%	-3.75%	+4.83%
Dow Jones Index	↓	12151.26	-0.79%	-3.86%	+4.12%
Nasdaq	↓	2732.78	-1.46%	-3.35%	+1.53%
Золото	↑	1545.25	+0.85%	+3.26%	+9.22%
Нефть Urals	↑	114.23	+0.55%	+7.15%	+23.89%

TRUST Bond Indices

		TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↑	255.93	0.13	1.47	10.36
TRIP Composite	↑	235.99	0.07	0.09	1.80
TRIP OFZ	↑	186.60	0.18	0.76	2.59
TDI Russia	↑	232.37	0.24	2.91	10.13
TDI Ukraine	↑	233.38	0.92	2.12	11.08
TDI Kazakhs	↑	187.53	0.13	-2.13	5.66
TDI Banks	↑	231.50	0.22	2.69	10.72
TDI Corp	↑	245.15	0.20	2.82	10.45

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices





ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Статистика по занятости в мае: в дискуссии о необходимости дальнейшего стимулирования экономики появляется хороший козырь

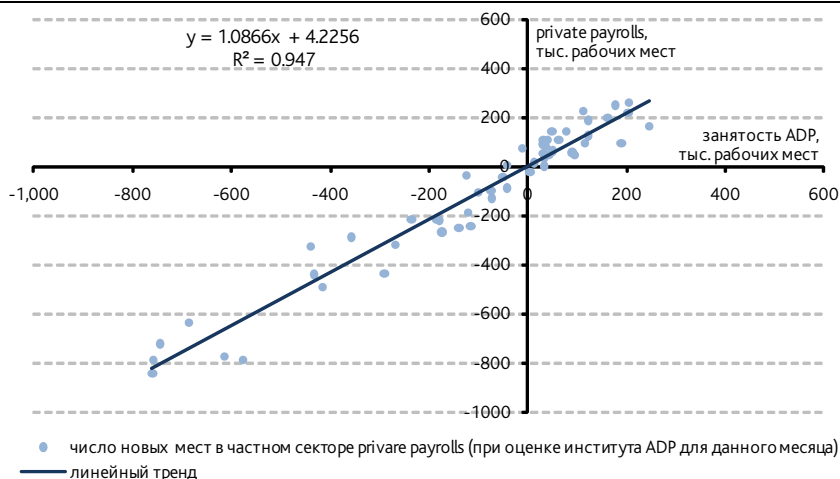
Пятничный отчет Бюро статистики в сфере труда за май подтвердил ухудшение ситуации с занятостью, о котором сигнализировали обнародованные в среду неофициальные данные института ADP о занятости в частном секторе.

Относительная безработица по итогам мая выросла с 9.0% до 9.1%, чему способствовало увеличение числа безработных (+167 тыс.), которое имеет место второй месяц подряд. Численность рабочей силы, являющаяся знаменателем при вычислении относительного показателя безработицы, также выросла (+272 тыс.). По-прежнему высокой остается долгосрочная безработица (свыше 27 недель), увеличившаяся в мае на 361 тыс. до 6.2 млн. человек – а это 45.1% от общего числа нетрудоустроенных граждан.

В мае было создано всего 54 тыс. рабочих мест вне сельского хозяйства (консенсус-прогноз Reuters составлял 150 тыс.). Данная величина сформировалась из созданных 83 тыс. мест в частном секторе (private payrolls, при ожиданиях аналитиков, опрошенных Reuters, на уровне 175 тыс.) и сокращения числа рабочих мест в госсекторе на 29 тыс.

В целом ухудшение ситуации в сфере труда было предсказано статистикой института ADP, оценка занятости в частном секторе которого традиционно на 2-3 дня опережает публикацию официальной статистики. Насколько мы помним, в последние месяцы официальные цифры оказывались лучше предсказаний ADP – на неоднозначную зависимость между ними мы указывали, комментируя обнародованную в среду статистику института (см. Навигатор долгового рынка от 2 июня). При этом статистическая зависимость предварительных данных по private payrolls (которые впоследствии обычно подвергаются пересмотрам) от соответствующих оценок института ADP весьма сильная. В интервале январь 2007 – май 2010 коэффициент детерминации, характеризующий качество описывающей зависимости модели, составляет 94.7%, а на более коротком промежутке времени (с января 2009 года) он еще выше – 96.0%.

ДИАГРАММА. ЗАВИСИМОСТЬ ПРЕДВАРИТЕЛЬНЫХ ДАННЫХ ПО ЗАНЯТОСТИ В ЧАСТНОМ СЕКТОРЕ (PRIVATE PAYROLLS) ОТ СООТВЕТСТВУЮЩЕЙ НЕОФИЦИАЛЬНОЙ ОЦЕНКИ ИНСТИТУТА ADP, ЯНВАРЬ 2007 – МАЙ 2010



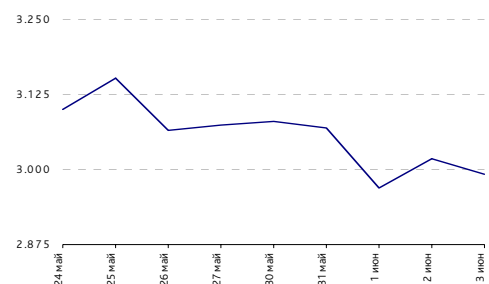
Источник: <http://www.bls.gov>, Reuters, НБ «Траст»

В мае ФРС не собиралась на заседание по вопросам монетарной политики, ближайшее заседание регулятора пройдет 21-22 июня. Каждый человек, близкий к рынку, помнит о завершении QE2 в июне. По итогам статистики по занятости мы продолжаем ждать возобновления дискуссий о необходимости дальнейших стимулов в экономике – что чревато привнесением хорошей порции волатильности на рынки.

Частному сектору могут предложить поучаствовать миллиардами долларов в спасении Греции; ждем итогов саммита Еврогруппы в конце июня

У европейской «долговой саги» на минувших выходных появились новые подробности. По информации WSJ, держателям гособлигаций Греции будет предложено «добровольно» обменять бумаги с истекающим сроком погашения

US Treasuries 10 Year (YTM)





на новые, чтобы помочь Афинам избежать дефолта. Сумма подобного «пожертвования» со стороны частного сектора может составить около EUR30 млрд. Примечательно, что ставка по новым бумагам наверняка будет ниже той, что сложилась в последнее время на вторичном рынке (а это, напомним, около 15% по 10-летним облигациям), что уже побудило агентство S&P выступить с заявлением, что подобная операция будет приравнена к дефолту, так как ставит частных инвесторов в невыгодное положение.

Тем не менее основные «баталии» ждут Европу 20 июня, когда министры финансов еврозоны будут обсуждать условия предоставления Греции второго пакета помощи, объем которого, по разным оценкам, может составить от EUR40 млрд. до EUR100 млрд.

Германские банки – крупнейшие в Европе держатели госдолга Греции; позиция ЕЦБ, Германии и Франции может помочь Афинам избежать реструктуризации

Между тем, согласно обновленной информации Банка международных расчетов, по состоянию на конец прошлого года основными держателями госбумаг Греции в Европе были германские банки – на их балансах находились госбумаги проблемной страны на сумму USD22.7 млрд. Серебро в этом сомнительном соревновании заняли французские кредитные учреждения, купив греческие гособлигации на USD15 млрд. Напомним, что крупным держателем греческих бумаг также является ЕЦБ, на балансе которого могло скопиться около USD50 млрд. в данном виде активов. Греческим банкам принадлежит около EUR60 млрд. гособлигаций страны.

Учитывая вышеизложенную информацию, «решающим» голосом в вопросе «понуждения» частного сектора к принятию убытков по облигациям Греции будет обладать тройка ЕЦБ-Германия-Франция. Учитывая резко негативное отношение к какой бы то ни было форме реструктуризации госдолга Афин со стороны Европейского Центробанка и Франции, а также в целом неодобрительные оклики по данному вопросу, звучащие из Берлина, мы полагаем, что урегулирование греческого долгового кризиса может обойтись и без участия частного сектора.

ЕврАзЭС официально утвердил выделение Беларуси стабкредита; приватизация вновь названа одним из ключевых условий; рассчитываем на позитивную реакцию в госбумагах

В минувшую субботу случилось ожидаемое, но все же долгожданное событие – министры финансов стран-участниц антикризисного фонда ЕврАзЭС одобрили выделение находящейся в тяжелом экономическом кризисе Беларуси стабилизационного кредита сроком на десять лет. Как и предполагалось, его объем составит USD3 млрд., при этом в 2011 г. планируется выдать республике USD1.24 млрд. Первый транш, как ожидается, поступит в Минск уже в течение двух недель и составит USD800 млн. На наш взгляд, самой важной деталью данного решения стало очередное упоминание одного из ключевых условий кредитования Беларуси, а именно – приватизации госактивов, в рамках которой Минск должен собрать USD7.5 млрд. в течение трех лет.

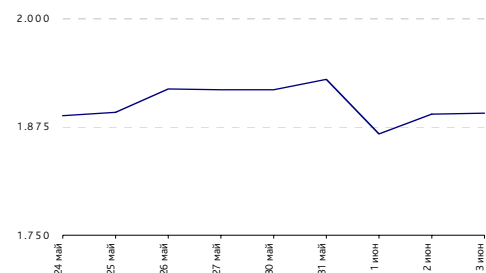
Облигации Беларуси в пятницу, в преддверии принятия решения по кредиту, показали солидный рост стоимости. Так, выпуск **Belarus 18** подорожал на 180 бп, а его доходность снизилась на 40 бп до 10.90%. В случае сохранения нейтрального внешнего фона в понедельник евробонды Беларуси могут еще немного увеличиться в цене. Что же касается более долгосрочных перспектив госбумаг союзного государства, то наметившееся после выхода слабых статданных с рынка труда США бегство в качество может несколько отложить претворение в жизнь нашего прогноза по белорусским бумагам – снижение их доходностей до 9.00-9.50% может занять более месяца.

Итоги торгов по еврооблигациям: разнонаправленная динамика при низкой активности; суверенный риск РФ пользовался спросом

Активность на российском рынке еврооблигаций в пятницу была традиционно невысокой, при этом единодушия в движении котировок также не наблюдалось – если суверенный сегмент в целом немного подрос в цене, то с корпоративными выпусками ситуация была не столь однозначной.

В нефтегазовом секторе неплохие результаты продемонстрировали длинные выпуски Газпрома, стоимость которых повысилась по итогам торгов почти на 60 бп, а также долгосрочные бумаги ТНК-ВР, подорожавшие в среднем на 15 бп. Во втором эшелоне спросом пользовались выпуски **Evrar 18** (+30 бп) и **ТМК 18** (+15 бп), а вот бумаги ВымпелКома, напротив, просели – в среднем на 10 бп. Из

Brazil 40 (YTM)





банковских выпусков стоит отметить длинные евробонды Россельхозбанка, прибавившие около 15 бп, и показавшие противоположную динамику выпуски Альфа-Банка (-10 бп).

В суверенном сегменте преобладал позитивный настрой, однако и тут не обошлось без «ложки дегтя». Евробонд **Russia 30** вырос в цене на 20 бп - до 118.39% от номинала. Спред **Russia 30-UST10** при этом составил 137 бп, практически не изменившись к предыдущему закрытию. Рублевый евробонд РФ **Russia 18R**, в свою очередь, сбросил по итогам пятницы около 20 бп до 105.37% от номинала.

Российский долговой рынок: отсутствие позитива при сохраняющихся проблемах в Европе и США; ждем снижения котировок на открытии

Начало новой недели обещает быть спокойным – каких-либо значимых статистических публикаций на понедельник не намечено, а выступления ряда представителей ФРС вряд ли привлекут повышенное внимание. Основными темами, как и на прошлой неделе, останутся долговой кризис в Европе и проблема замедления темпов роста американской экономики – именно «танго» этих двух факторов определит настроения на рынках.

Азиатские площадки в понедельник отыграли разгромно слабые данные по рынку труда США, закрывшись в солидном минусе. Фьючерс на S&P500 также окрашен в красный цвет (-0.1%). Цены на нефть стабильны - за баррель Brent предлагают около USD115.3. Мы ждем умеренно негативного открытия торгов на российском долговом рынке.

Пробизнесбанк (B2/NR/B-) проведет ряд встреч с инвесторами с целью выпустить евробонд; ожидаем высоких ориентиров по купону

По данным Bond Radar, Пробизнесбанк проведет ряд встреч с инвесторами в Азии и Европе с 8 по 14 июня 2011 года с целью выпустить еврооблигации. Срок обращения бумаг может составить 5 лет.

При условии рыночного размещения мы ожидаем увидеть привлекательные уровни доходности для склонных к риску инвесторов. Напомним, что в марте этого года банк доразместил субординированные еврооблигации с погашением в 2016 году, увеличив сумму на USD11.5 млн. до USD61.5 млн. Бонд является низколиквидным инструментом, а детали сделки публично не раскрывались. Судя по последним сделкам, **ProBBk 16** торгуется выше номинала, обеспечивая YTM 11.40-11.50%.

Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 647-23-64

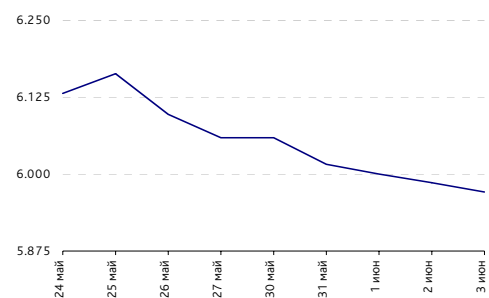
Алексей Тодоров, aleksey.todorov@trust.ru

☎ 647-23-62

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru

☎ 647-23-59

Turkey 34 (YTM)





ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Приток ликвидности умеренный; ставки стабилизировались на повышенном уровне; негативных сюрпризов на неделе не ждем

В пятницу ситуация на денежном рынке была вполне спокойной и предсказуемой. Ликвидность продолжает прибывать в систему, но ее поступление происходит гораздо медленнее, чем в начале мая. Чистый приток ликвидности в пятницу составил лишь RUB41.3 млрд. – прирост [депозитов](#) (на RUB54.8 млрд. до RUB439.4 млрд.) превысил величину сокращения [корсчетов](#) (на RUB13.5 млрд., до RUB482.6 млрд.).

Всего с начала июня в платежную систему было зачислено лишь RUB115.8 млрд., то есть на 45% меньше чем за аналогичный период предшествующего месяца – RUB211.6 млрд. Главной причиной сравнительно небольшого объема чистых поступлений, на наш взгляд, может быть запаздывание бюджетных средств, так что источником притока средств в пятницу, скорее всего, был валютный рынок. Суммарный объем остатков на корсчетах и депозитах подрос до RUB922.0 млрд., а [чистый запас ликвидности](#) восстановился до приемлемого уровня – RUB1.06 трлн.

Несмотря на нормализацию ситуации с ликвидностью, ставки по однодневным [межбанковским кредитам](#) подавляющую часть торговой сессии находились на повышенном уровне – 3.5-4.0% с утра и 3.6-3.75% днем, опустившись до 3.0-3.25% только к закрытию. Немного дешевле стоит и фондирование в сегменте междилерского РЕПО на 1 день – 3.96% (-12 бп) под залог облигаций [1-го эшелона](#).

Предстоящие на этой неделе аукционы ОФЗ (в сумме до RUB40 млрд.) и **ОБР-19** (до RUB10 млрд.) не способны оказать заметного воздействия на ликвидность ввиду возможности привлечь сопоставимую сумму на депозитных аукционах Минфина 7 июня (до RUB50 млрд.) и встречных поступлений в банковскую систему. Поскольку ставки межбанковского рынка сейчас демонстрируют большую адаптивность к изменениям ликвидности, мы ожидаем, что на этой неделе приток бюджетных средств вернет стоимость однодневного МБК к повышенной ставке по депозитам с ЦБ в 3.5%. Между тем ставки в сегменте междилерского РЕПО, где сохраняется повышенный спрос на рубли, на наш взгляд, закрепятся вблизи 4.0%.

Рубль дешевеет на снижении нефтяных котировок и ухудшении восприятия рублевых рисков

Несмотря на положительную коррекцию цен на нефть и наличие существенного спроса на рубли накануне, в пятницу возобладали покупки валюты, удешевив рубль на 7 копеек по сравнению с предыдущим закрытием до RUB33.57 за бивалютную корзину.

Ухудшение восприятия рублевых рисков со стороны как локальных, так и зарубежных инвесторов находит отражение в расширении диапазона [трехмесячных ставок NDF](#) – до 3.85-4.02% в пятницу (против 3.91-3.99% накануне). Добавив к росту неприятия к риску зафиксированное на утро понедельника снижение нефтяных котировок, рубль продолжает дешеветь по отношению к бивалютной корзине, торгуясь вблизи RUB33.6 на открытие.

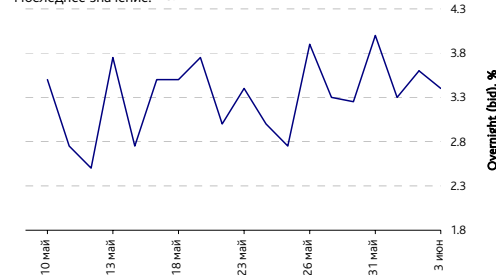
Рынок рублевого долга в пятницу: покупки вдоль всей кривой ОФЗ, в корпоративном секторе более интересная картина торгов сложилась во 2 эшелоне, ликвидный рынок присутствовал в отдельных выпусках 3 эшелона

Последний день рабочей недели на рублевом рынке прошел под знаком покупок. В сегменте ОФЗ цены выросли вдоль всей кривой на 6-23 бп по основным ликвидным выпускам, при этом основной интерес присутствовал в средних и длинных бумагах. Ликвидный рынок в пятницу присутствовал даже в 10-летнем **ОФЗ 26205**, который по итогам дня вырос на 6 бп, но по-прежнему торговался более чем на фигуру ниже цены первичного размещения. В пятницу выпуск закрывался на уровне 97.20% от номинала.

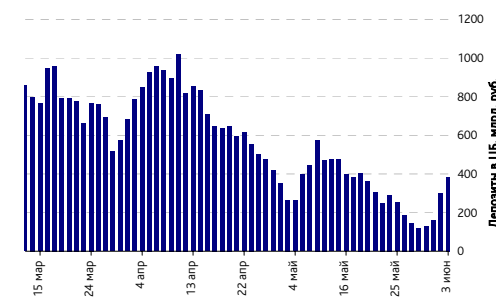
В корпоративном сегменте активность торгов была ниже. В первом эшелоне из относительно активно торгуемых выпусков в пятницу основной оборот пришелся на **АИЖК-19** (+11 бп). На 16 бп снизился выпуск **РусГидро-1**. Во втором эшелоне заметно вырос **Кокс БО-2** (+75 бп), также отметим покупки в **Русал Братск-7** (+14 бп). Заметная активность присутствовала в отдельных средних и длинных выпусках МТС: **МТС-4** и **МТС-7** по итогам дня прибавили 16-17 бп. Сложно было не обратить внимания на ликвидный рынок в отдельных бумагах третьего эшелона – покупался длинный выпуск **Почта России** (+14 бп) и **НК Альянс БО-1** (+42 бп) с дюрацией 2.4 года.

Ставка overnight (максимум, bid)

Последнее значение: 3.



Депозиты в ЦБ РФ





КБ «Центр-инвест» (Moody's:B1) размещает RUB1.5 млрд. облигаций; предложение считаем интересным от нижней границы диапазона по доходности

На прошлой неделе КБ «Центр-инвест» открыл книгу заявок инвесторов на покупку RUB1.5 млрд. облигаций серии БО-1. Срок обращения бумаг составит 3 года, предусмотрена оферта через 1.5 года. Ориентир по купону находится в диапазоне 8.50-9.00%. Книга будет открыта до 17 июня 2011 г., а техническое размещение назначено на 21 июня.

Озвученные параметры обуславливают эффективный уровень доходности к оферте YTP 8.68-9.20%, что, на наш взгляд, выглядит привлекательно от нижней границы диапазона. На данный момент у банка в обращении находится чуть более короткий **КБ Центр-инвест-2** (YTP 8.13% к оферте через год), который предлагает премию к МКБ на уровне 35-40 бп. Поэтому, на горизонте полутора лет справедливый уровень доходности новой серии облигаций КБ Центр-инвест составляет YTP 8.60-8.70%.

Акционерами КБ «Центр-инвест» являются его топ-менеджеры (В.Высоков и Т. Высокова), а также международные финансовые институты (EBRD, DEG, Erste Group и др.), что обеспечивает высокий потенциал поддержки со стороны собственников в предоставлении капитала и источников фондирования (до 10% от обязательств по итогам 2010). Судя по данным МСФО, банк демонстрирует последовательный рост бизнеса: его кредитный портфель вырос за 2010 на 19% до RUB32.6 млрд. при стабильном качестве займов (доля проблемных кредитов составляет около 9.0%) и высоком уровне обеспечения залогами (свыше 90% кредитов). Основную часть пассивов банка составляют клиентские средства (RUB33.8 млрд.) с преобладанием вкладов физических лиц (свыше 60%).

Евраз (B1/B+/BB-): закрытие книги по справедливой доходности

В пятницу закрылась книга по одному из 4 маркируемых сейчас рублевых выпусков металлургического сектора. **ЕвразХолдинг-5, 7** совокупным объемом RUB20 млрд. будут иметь ставку купона 8.40% - то есть по нижней границе даже сниженного накануне диапазона. Это будет соответствовать эффективной доходности 8.58% и находиться лишь немного выше текущей рыночной кривой выпусков компании. Как мы отмечали при открытии книги, это выглядит справедливым, и, скорее всего, столь длинный выпуск вырастет в цене лишь незначительно на вторичных торгах.

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru

☎ 789-35-94

Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 647-23-64

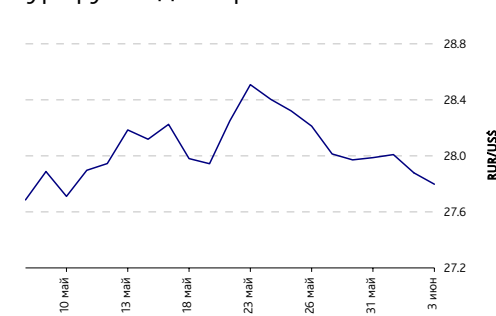
Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru

☎ 647-23-59

Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru

☎ 786-23-48

Курс рубль/доллар





ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

НЕФТЬ И ГАЗ

Транснефть (Baa1/BBB/NR): сильные показатели в очередном отчетном году, свободный денежный поток может выйти в плюс уже в 2011 году; новых размещений евробондов не ожидаем; торгуемые – оценены справедливо

КОММЕНТАРИЙ

В пятницу Транснефть опубликовала отчетность по МСФО за 2010 год, которая не принесла сюрпризов и в очередной раз подтвердила стабильность кредитного профиля транспортной монополии. Финансовые показатели в очередной раз побили исторические рекорды за счет роста тарифов на услуги компании, а долговая нагрузка сохраняется умеренной. Единственной проблемой в кредитном профиле по-прежнему является лишь недостаток операционных средств на реализацию инвестпрограммы, однако с учетом масштабной господдержки мы не считаем это существенной проблемой для Транснефти.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТРАНСНЕФТИ

МСФО, USD млрд.	2007	2008	2009	2010
Выручка	8.7	11.1	11.0	14.7
EBITDA	4.9	6.7	6.8	7.9
Чистая прибыль	2.5	2.9	3.8	4.1
Чистый операционный денежный поток	2.1	4.8	5.2	6.4
Капитальные вложения	5.7	5.2	6.4	7.4
Свободный денежный поток	-3.6	-0.4	-1.2	-1.0
Совокупный долг в т.ч.	6.6	8.7	18.3	19.2
<i>Краткосрочный долг</i>	3.7	2.2	0.4	0.3
Денежные средства и эквиваленты	1.0	2.1	9.4	9.3
Активы	30.2	32.8	46.9	54.2
Показатели				
EBITDA margin (%)	56%	61%	62%	53%
EBITDA/проценты (x)	55.2	16.5	6.9	6.4
Долг/EBITDA (x)	1.3	1.5	2.6	2.4
Чистый долг/EBITDA (x)	1.1	1.2	1.2	1.3
Долг/Собственный капитал (x)	0.4	0.5	0.8	0.7

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Выручка и EBITDA выросли до рекордных уровней как в поквартальном, так и в годовом выражении, что традиционно обеспечивается ростом тарифов на транспортировку нефти (см. таблицу). Операционные денежные потоки также оказались максимальными за всю историю Транснефти, однако их по-прежнему не хватило на покрытие капитальных вложений, требуемых на строительство трубопроводов.

Мы не считаем такой дефицит по показателю денежных потоков проблемой для Транснефти на ближайшие годы. Во-первых, благодаря полученному USD10-миллиардному кредиту от Банка Развития Китая у компании на балансе скопилась существенная сумма (USD9.3 млрд.), которая практически не изменилась за последний год, а значит долговых привлечений достаточно на покрытие «недостатков». Во-вторых же, в пятницу менеджмент озвучил планы по сокращению инвестрасходов на 2011 год – USD5.8 млрд. против USD7.5 млрд. в 2010-м.

Долговая нагрузка в последний год стабильно находится на уровне 2.4x по «Долг/EBITDA», а с учетом огромной подушки ликвидности – 1.3x – по «Чистый долг/EBITDA». В пятницу также был озвучен план сократить ее ниже 1.0x, а потому кредитный профиль монополии, вероятно, еще укрепится. С учетом планов по снижению левиреджа, а также отсутствия новых крупных инвестпроектов, мы не ожидаем увидеть Транснефть на рынках заемного капитала в ближайшие годы.

В основном евробонды Транснефти торгуются с небольшим дисконтом к кривой бумаг Газпрома, что, как и ранее, связано не только с поддержкой государства, регулярно повышающего тарифы на услуги компании, но и таким технически фактором, как наличие бумаг в списке EMBI Global. Мы не видим потенциала роста у них в ближайшей обозримой перспективе.

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



БАНКИ И ФИНАНСЫ

АТФ Банк (Ba2/WR/BBB) доразместил USD275 млн. акций в пользу основного акционера – группы UniCredit; позитивно для кредитного профиля банка

По данным Интерфакс, АТФ Банк доразместил акции на сумму порядка KZT40 млрд. (USD275 млн.) в пользу основного акционера – группы UniCredit.

КОММЕНТАРИЙ

Мы позитивно оцениваем сделку для кредитного профиля АТФ Банка, поскольку она позволит увеличить уровень достаточности капитала, который за последний год существенно снизился. К тому же допэмиссия акций в пользу материнской группы свидетельствует о высоком потенциале поддержки со стороны акционеров при необходимости.

Вливание средств в капитал банка приведет к увеличению объема собственных средств, по нашим оценкам, более чем в 2 раза (RUB33.9 млрд. по итогам 1К 2011 по МСФО). Это позволит повысить уровень достаточности капитала до комфортных значений.

Напомним, что показатели обеспеченности капиталом у АТФ Банка последовательно снижались со 2К 2010 г., по данным АФН. В соответствии с отчетностью по МСФО, показатель TCAR снизился за 2010 до 11.4% с 18.0% годом ранее. Напомним, что нижняя допустимая граница этого коэффициента составляет 10%, согласно ковенантам по еврооблигациям.

Основной причиной уменьшения объема собственных средств является рост накопленных убытков. Ухудшение качества активов привело к необходимости начисления существенного объема резервов, что негативно отразилось на показателях P&L. Так, доля просроченных (свыше 90 дней) кредитов превышает треть от всего заемного портфеля. (Детали отчетности см. в Навигаторе долгового рынка от 26 мая.) Мы склонны ожидать стабилизации уровня проблемных кредитов в 2011 году, не рассчитывая на его существенное сокращение, как и на рост кредитного портфеля при сохранении давления на чистую процентную маржу. По этой, на наш взгляд, причине банку будет проблематично в 2011 году выйти на точку безубыточности.

Мы нейтрально относимся к еврооблигациям банка. На наш взгляд, премия выпусков АТФ Банка на уровне 130-150 бп к кривой Халык Банка адекватно отражает слабые показатели P&L АТФ Банка и низкое качество его кредитного портфеля.

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

ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА

ТГК-2 (Fitch: CCC) планирует новую допэмиссию, еще не разместив старую; планы по покупке нефтяных активов вряд ли осуществляются в пользу самой компании, кредитные риски которой и так слишком велики

Как пишут Ведомости, ТГК-2 планирует провести дополнительную эмиссию акций в объеме RUB13.5 млрд. Размещение будет проводиться по закрытой подписке, а оплата может производиться участниками не только денежными средствами, но и активами.

КОММЕНТАРИЙ

ТГК-2 начинает новую масштабную допэмиссию акций, еще не завершив предыдущую. Напомним, что в июле 2010 г. компания начала частное размещение акций на RUB19 млрд., однако на данный момент оплаченным остается менее 1% объема. Рейтинговое агентство Fitch в конце апреля 2011 г. понизило рейтинг ТГК-2 до уровня CCC, отметив, что успешное завершение допэмиссии на RUB19 млрд. имело бы позитивное влияние на кредитные метрики компании, однако сейчас это вряд ли станет возможным, так как новая допэмиссия, по всей видимости, сделает невозможным успешное завершение прошлогодней.

Согласно условиям, новые акции будут размещаться среди закрытого круга инвесторов, а оплата может быть произведена активами, среди которых, очевидно, окажется нефтяная компания «Севернефть». Пока ТГК-2 не раскрывает, как может быть оценен этот актив, однако, на наш взгляд, включение в энергетический бизнес чисто топливной компании на первый взгляд выглядит позитивно. Однако здесь мы видим и существенные риски для кредиторов компании:



Во-первых, мажоритарный акционер ТГК-2 – это группа компаний «Синтез», основное направление бизнеса которой – добыча нефти. Поэтому присоединение нефтяного актива к энергетической компании может в конечном счете оказаться не столько хеджированием от топливных рисков, сколько одним из шагов Синтеза по приобретению нового нефтяного актива, причем за счет ТГК-2.

Во-вторых, допэмиссия проводится в пользу оффшорных компаний, которые, по всей видимости, контролируются Синтезом, т.е. столь массивный выпуск акций приведет к существенному размытию долей миноритарных акционеров, что только ухудшит корпоративное управление в ТГК-2.

Мы отмечаем также, что кредитное качество ТГК-2 остается самым слабым среди эмитентов облигаций энергетического сектора. Компания по итогам 2010 г. продемонстрировала очень низкую динамику операционных показателей (+6% по выручке и EBITDA) и существенный рост долговой нагрузки. На наш взгляд, показатель «Чистый долг/EBITDA» на уровне выше 8.0х даже для энергетической компании является слишком значительным. Кроме того, необходимо помнить, что инвестиционная программа ТГК-2 на ближайшие 3 года запланирована в размере более RUB20 млрд., а около половины выручки компания получает за счет регулируемых тарифов на тепло и мощность. Поэтому ожидать снижения долговой нагрузки не приходится даже при благоприятном исходе дополнительного размещения акций.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТГК-2

РСБУ, RUB млрд.	2008	2009	2010	2010/2009
Выручка, в т.ч.	23.1	25.9	27.5	6%
<i>Электроэнергия</i>	11.0	11.6	12.8	10%
<i>Тепло</i>	10.5	12.5	12.0	-4%
EBITDA	0.3	1.7	1.8	6%
Чистая прибыль	-3.5	-1.2	-1.8	45%
Совокупный долг, в т.ч.	8.0	10.8	19.0	75%
<i>Краткосрочный долг</i>	4.0	8.8	6.9	-22%
Денежные средства и эквиваленты	0.2	0.2	1.6	>500%
Краткосрочные фин. вложения	1.5	0.8	2.3	197%
Активы	29	32	39	22%
Показатели				
EBITDA margin	1%	7%	7%	
EBITDA/проценты, (х)	0.5	1.7	1.3	
Долг/EBITDA, (х)	27.5	6.4	10.5	
Чистый долг/EBITDA, (х)	21.8	5.8	8.3	
Долг/Собственный капитал, (х)	0.4	0.6	1.2	

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Два выпуска рублевых облигаций ТГК-2 не слишком ликвидны. Они предлагают самую высокую абсолютную доходность среди бумаг электроэнергетической отрасли, однако мы не рекомендуем эти бумаги к покупке, так как кредитные риски ТГК-2 крайне велики. Кроме того, проблемы с корпоративным управлением вряд ли добавят инвесторам уверенности в благоприятных перспективах компании. Денежных средств на счетах и краткосрочных депозитах компании на данный момент достаточно, чтобы пройти оферту по короткому выпуску облигаций в августе текущего года, однако дальнейшая способность ТГК-2 привлекать публичный долг выглядит для нас не очень значительной.

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



Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон,%	Лет до погашения/ оферта	УТМ / УТР, %
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
Кокс-26о	5000	8.7	3	8.89

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
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
07 июн 11	ЗСД-2	5000	TBD	20 / 5

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/ Погашение
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	7.75	5 июн 14
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	6.9	10 сен 13
14 июн 11	ВТБ Лизинг-4	4,231	7.5	6.65	12 мар 13
14 июн 11	РЖД-16	15,000	14.33	7.9	6 июн 16
14 июн 11	Элемент Лизинг-2	2,300	21	11.5	8 сен 11
15 июн 11	Мечел-02	5,000	8.5	7.4	12 июн 13
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	12	14 июн 12
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	6.5	12 июн 13
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
4 июл 11	РусьБанк-4	3,000	9.5		

Источники: ТРАСТ, официальная информация компаний и организаторов



КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ГЛАВА ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь Потапов

+7 (495) 647-90-44

ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Леонид Игнатьев +7 (495) 647-23-60

Департамент макроэкономики и стратегии

Роман Дзугаев +7 (495) 647-23-64
Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94
Алексей Тодоров +7 (495) 647-23-62

Департамент кредитного анализа

Сергей Гончаров +7 (495) 786-23-48
Юлия Сафарбакова +7 (495) 647-23-59
Дмитрий Турмышев +7 (495) 647-25-89

Выпускающая группа

Татьяна Андриевская
Николай Порохов
research.debtmarkets@trust.ru

ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

Торговые операции

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58
Кирилл Коваленко +7 (495) 647-25-97

Клиентские продажи

Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39
Олеся Курбатова +7 (495) 647-25-90
Артем Петросьян +7 (495) 647-25-67
Яна Шнайдер +7 (495) 647-25-74

sales@trust.ru

Департамент количественного анализа и информационного развития

Светлана Федоровых +7 (495) 786-23-46

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30 Russia 30

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации
TIBM12. Суверенный долг и OBB3
TIBM13. Корпоративный внешний долг
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2. Навигатор долгового рынка
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. 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 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.