

**ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ**

- **Афины** попытаются сегодня сформировать новое правительство на фоне массовых протестов населения; неудача обернется серьезнейшим за год витком долгового кризиса
- **РЖД** доразместили 20-летние евробонды на GBP300 млн. и планируют крупные заимствования в рублях; навес рублевой «первички» может негативно сказаться и на евробондах
- Доходность дебютных евробондов **Кокса** может составить 7.75-8.00%; солидная премия за дебют делает выпуск привлекательным
- **Итоги торгов по еврооблигациям:** корпоративный сектор закрылся в плюсе; суверенные выпуски подешевели
- **Российский долговой рынок:** торги откроются в минусе – игроки будут отыгрывать данные из США и новости по Греции ([стр. 2-3](#))

**ВНУТРЕННИЙ РЫНОК**

- Уплата страховых взносов в фонды затронула общий **уровень ликвидности** незначительно, но привела к росту ставок
- Мощный **приток ликвидности** от **ОБР-18** смягчит напряженность на денежном рынке, но ненадолго
- **Рубль** немного подорожал благодаря налогам; ждем его **ослабления** из-за коррекции цен на нефть и негативного фона
- **Enel ОГК-5** увеличит свое присутствие на рублевом рынке облигаций; предлагаемые диапазоны доходности выглядят справедливо
- **КБ «Открытие»** планирует разместить RUB3-5 млрд. рублевых облигаций в 2011 г.; ожидаем интересных предложений для инвесторов
- **КБ «Центр-инвест»** увеличивает объем размещения облигаций до RUB2.5 млрд.; считаем предложение интересным ([стр. 4-5](#))

**ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ**

- **Мосэнерго** опубликовало неплохую отчетность по МСФО за 1К 2011 г.; эффект сезонности помог нарастить рентабельность; рыночная оценка облигаций справедлива
- Moody's может понизить рейтинг **АТФ Банка**; нейтрально смотрим на еврооблигации эмитента ([стр. 6-7](#))
- **Евраз** планирует купить 51% акций проекта **Алроса** в Якутии - ГМК «Тимир»; при реализации сделки позитивно для кредитного профиля Алросы, но не исключаем роста долговой нагрузки Евраза
- **АФК «Система»** не исключает возможной продажи Башкирэнерго; оценку облигаций считаем справедливой
- S&P изменило прогноз по рейтингу «В-» **Бинбанка** на «позитивный» со «стабильного» ввиду улучшения операционных условий и восстановления финансовых показателей банка; не ожидаем реакции на новость в облигациях из-за их низкой ликвидности

**СЕГОДНЯ**

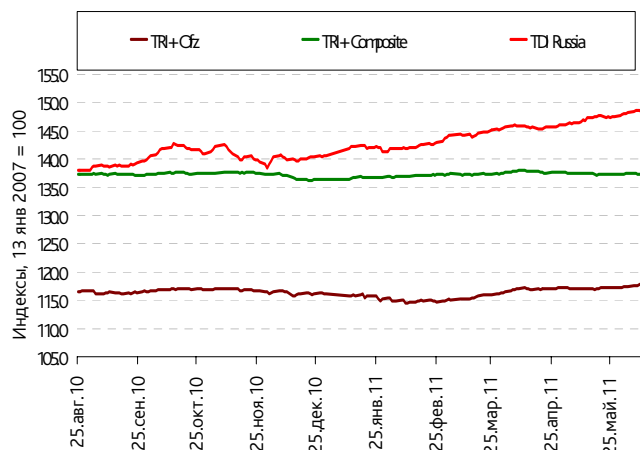
- Статистика **США:** первичные обращения за пособием по безработице, число новостроек и разрешений на строительство
- Статистика **еврозоны:** инфляция, безработица

**КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ**

|                  | ↓ | Value    | Δ Day  | Δ Month | Δ YTD   |
|------------------|---|----------|--------|---------|---------|
| EMBI+Rus spread  | ↑ | 196.00   | 15.00  | 10.00   | -3.00   |
| EMBI+ spread     | ↑ | 291.93   | 13.91  | 15.55   | 50.80   |
| Russia 30 Price  | ↓ | 118.01   | - 2/8  | + 4/8   | +2 3/8  |
| Russia 30 Spread | ↑ | 142.40   | +14.00 | +10.50  | -6.10   |
| Russia 5Y CDS    | ↑ | 143.50   | +2.68  | +9.78   | -3.01   |
| UST 10y Yield    | ↓ | 2.981    | -0.10  | -0.20   | -0.35   |
| BUND 10y Yield   | ↓ | 2.951    | -0.06  | -0.17   | +0.03   |
| UST 10y/2y Yield | ↓ | 260      | -5     | -3      | -14     |
| Mexico 33 Spread | ↑ | 241      | +10    | +18     | +9      |
| Brazil 40 Spread | ↑ | 114      | +6     | +22     | +165    |
| Turkey 34 Spread | ↑ | 304      | +14    | +16     | +48     |
| ОФЗ 26199        | ↓ | 4.99     | -0.20  | -0.43   | -1.25   |
| Москва 50        | ↓ | 4.69     | -0.02  | -0.16   | -1.20   |
| Мособласть 8     | ↑ | 7.47     | +0.02  | +0.15   | -1.05   |
| Газпром 4        | ↔ | 7.90     | -      | 0.00    | 0.00    |
| MTC 3            | ↑ | 6.62     | +0.13  | -1.04   | -0.83   |
| Py6 / \$         | ↑ | 27.896   | +0.105 | -0.222  | -2.455  |
| \$ / EUR         | ↓ | 1.417    | -0.027 | -0.008  | +0.082  |
| Py6 / EUR        | ↓ | 40.128   | -0.102 | 0.277   | -0.360  |
| NDF 1 год        | ↑ | 4.450    | +0.070 | -0.130  | -0.250  |
| RUR Overnight    | ↓ | 3.40     | -0.5   | -0.1    |         |
| Корсчета         | ↑ | 564.2    | +45.40 | -150.20 | -324.10 |
| Депозиты в ЦБ    | ↓ | 292.5    | -70.20 | -113.00 | -277.10 |
| Сальдо опер. ЦБ  | ↓ | 245.60   | -43.80 | -80.00  | +309.40 |
| RTS Index        | ↓ | 1905.65  | -1.15% | +2.64%  | +7.51%  |
| Dow Jones Index  | ↓ | 11897.27 | -1.48% | -5.28%  | +1.94%  |
| Nasdaq           | ↓ | 2631.46  | -1.76% | -6.52%  | -2.23%  |
| Золото           | ↑ | 1526.78  | +0.08% | +1.87%  | +7.91%  |
| Нефть Urals      | ↓ | 111.73   | -4.90% | +1.86%  | +21.18% |

**TRUST Bond Indices**

|                 | ↓ | TR     | Δ Day | Δ Month | Δ YTD |
|-----------------|---|--------|-------|---------|-------|
| TRIP High Grade | ↑ | 257.02 | 0.04  | 2.04    | 11.45 |
| TRIP Composite  | ↓ | 235.80 | -0.11 | 0.31    | 1.61  |
| TRIP OFZ        | ↓ | 187.32 | -0.09 | 1.42    | 3.31  |
| TDI Russia      | ↑ | 232.64 | 0.09  | 1.41    | 10.40 |
| TDI Ukraine     | ↑ | 233.05 | 0.15  | 0.09    | 10.75 |
| TDI Kazakhs     | ↓ | 185.99 | -0.03 | -2.25   | 4.12  |
| TDI Banks       | ↑ | 231.89 | 0.36  | 1.02    | 11.11 |
| TDI Corp        | ↑ | 245.38 | 0.22  | 1.18    | 10.68 |

**TRUST Dollar and Ruble Bond Indices**




## ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

**Афины попытаются сегодня сформировать новое правительство на фоне массовых протестов населения; неудача обернется серьезнейшим за год витком долгового кризиса**

Премьер-министр Греции в среду на фоне столкновений демонстрантов, протестующих против новых жестких мер экономии, с полицией принял решение сформировать новое правительство и поставить перед парламентом страны вопрос о доверии к нему. Как ожидается, оба эти без преувеличения драматические и судьбоносные для страны события произойдут уже сегодня.

Напомним, Афины в настоящий момент пытаются принять второй пакет мер бюджетной экономии и приватизации госактивов, в результате которого должны быть аккумулированы около EUR78 млрд. Кроме того, ЕС и МВФ пока так и не приняли решения о выделении в июле Греции очередного транша в размере EUR12 млрд.

Долговой рынок европейской «периферии» незамедлительно отреагировал на серьезно возросшую политическую нестабильность в Греции. Так, инвесторы теперь требуют за держание греческих 10-летних гособлигаций уже больше 18% годовых (с момента заявления премьер-министра доходность по ним выросла почти на 80 бп). По двухлетним бумагам показатель побил очередной «рекорд» – более 28%. Доходности 10-летних гособлигаций Португалии и Ирландии, фактически напрямую зависящие от отношения инвесторов к Греции, также выросли – в среднем на 20 бп.

С нашей точки зрения, четверг может стать очередной поворотной точкой в европейском долговом кризисе. В случае провала переговоров о создании коалиционного правительства и вынесения вотума недоверия правительству долговые рынки Старого Света ждет второй акт «судного дня» (первый, напомним, случился в мае прошлого года) – дефолт Афин, распространение кризисных явлений на Португалию и Ирландию, резкое ухудшение состояния банковского сектора Европы.

**РЖД (Baa1/BBB/BBB) доразместили 20-летние евробонды на GBP300 млн. и планируют крупные заимствования в рублях; навес рублевой «первички» может негативно сказаться и на евробондах**

РЖД в среду завершили доразмещение 20-летних еврооблигаций на GBP300 млн. по цене 101.75% от номинала, купон был установлен на уровне 7.487%, доходность при размещении – 7.317%. В итоге объем укрупненного выпуска составил GBP650 млн.

Как мы и предполагали, предложенная премия к рынку (около 10 бп), а также фактор квазисуверенного и достаточно редкого заемщика вызвали достаточно большой интерес со стороны инвесторов к доразмещавшимся евробондам – объем книги заявок превысил GBP500 млн.

Торги среды выпуск **Russian Railways 31P** завершил снижением на 35 бп до 102.08% от номинала, потеряв таким образом с начала недели уже 1.5 п.п. Тем не менее мы позитивно смотрим на перспективы укрупненного выпуска и рассчитываем увидеть рост котировок уже в ближайшие дни.

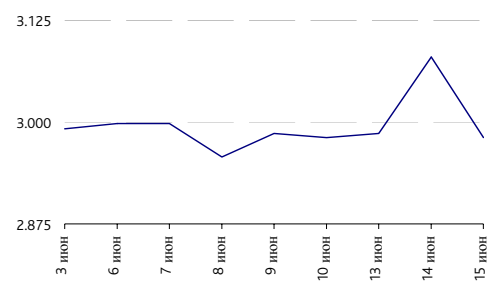
Мы бы также хотели обратить внимание на сделанное накануне главой РЖД В. Якуниным заявление. По его словам, монополия намерена привлечь до 2015 г. дополнительно до RUB700 млрд. В нашем понимании столь большие объемы «первички» могут не только негативно отразиться на котировках рублевых бумаг РЖД, но и рикошетом ударить по евробондам из-за увеличения общей долговой нагрузки и вероятного выхода на публичный валютный рынок в случае не слишком удачных размещений в рублях.

Кроме того, стоит отметить, что еврооблигации РЖД, как полностью государственной компании, включены в международные индексы EMBI. Однако в случае приватизации монополии они неминуемо потеряют данное преимущество, что приведет к просадке в котировках. Вероятно, именно опасениями ухудшения условий заимствования можно объяснить планы РЖД по массовому выходу на долговые рынки сейчас.

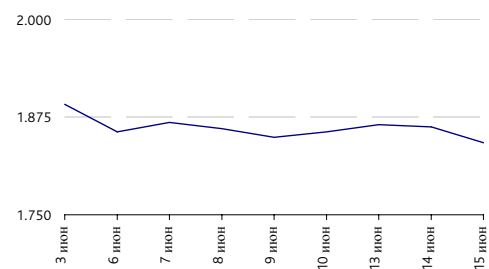
**Доходность дебютных евробондов Кокса (B2/B/NR) может составить 7.75-8.00%; солидная премия за дебют делает выпуск привлекательным**

Как сообщил сегодня Bond Radar, доходность дебютных 5-летних евробондов ОАО «Кокс» ориентировочным объемом USD350 млн. может составить 7.75-

US Treasuries 10 Year (YTM)



Brazil 40 (YTM)





8.00%. Напомним, road show выпуска завершилось в среду, а размещение может состояться уже на текущей неделе.

Как мы уже отмечали, справедливой для выпуска с рейтингами «B3/B-» на данном сроке нам представляется доходность в диапазоне 6.20-6.30%. Таким образом, премия к рынку за дебют и относительно небольшие размеры компании может составить около 120-130 бп, что делает выпуск привлекательным.

### Итоги торгов по еврооблигациям: корпоративный сектор закрылся в плюсе; суверенные выпуски подешевели

Российские евробонды завершили торги среды разнонаправленной динамикой – корпоративные выпуски уверенно шли вверх, в то время как суверенные, похоже, уже начали ощущать на себе «дыхание» в очередной раз обострившихся европейских долговых проблем.

Из нефтегазовых компаний стоит отметить длинные выпуски Газпрома (+50-60 бп), евробонды Новатэка (+20-30 бп) и Лукойла (+20 бп). Неплохим спросом пользовались также долгосрочные еврооблигации ТНК-ВР, прибавившие 20-30 бп. Во втором эшелоне хорошо смотрелись бумаги Евраз (+40 бп) и Алросы (+15 бп). В банковском секторе лучше других показали себя долгосрочные евробонды Россельхозбанка, увеличившиеся в цене на 30-40 бп, а также длинные выпуски ВТБ (+30-50 бп), ВЭБа (+30-40 бп) и Сбербанка (+20-30 бп), включая выпущенный недавно **SberBank 21**.

Суверенный сегмент рынка российских еврооблигаций находился под давлением. Стоимость индикативного выпуска **Russia 30** снижалась в течение всей торговой сессии и в итоге опустилась на 30 бп до 118% от номинала. Спред **Russia 30-UST10** при этом расширился до 142 бп за счет асинхронного движения в доходности российского публичного валютного долга и американских 10-летних UST.

### Российский долговой рынок: торги откроются в минусе – игроки будут отыгрывать данные из США и новости по Греции

У игроков на российском долговом рынке в четверг будет предостаточно информационных поводов и событий для уточнения своих настроений – и они вряд ли будут позитивными.

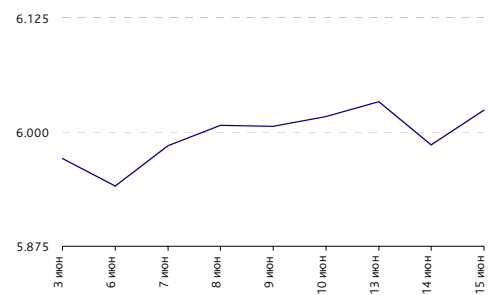
С момента закрытия основных торгов в России ситуация на мировых торговых площадках значительно ухудшилась. Статистика из США была достаточно слабой – объемы промпроизводства выросли меньше ожиданий; индекс ФРБ Нью-Йорка Empire Manufacturing переместился в отрицательную зону, что говорит о спаде производственной активности; данные по инфляции в целом картину не поменяли – годовой показатель ускорился до 3.6%, однако индикатор CPI Core по-прежнему не высок – в мае он составил лишь 1.5%.

Однако триггером спада на рынках послужили, скорее, не статданные из США, в хрупкости восстановления экономики которых рынок уже, кажется, убедился, а новости из Греции (см. комментарий выше). В итоге индекс S&P500 рухнул в среду на 1.74%, а баррель Brent потерял в цене более USD6 или 5.3%, опустившись до USD113. Более того индекс «страха» VIX вырос сразу на 17% до 21.32 п., что является максимальным показателем с середины марта.

С утра в четверг об улучшении ситуации говорить не приходится – нефть торгуется около USD114 за баррель, фьючерс на S&P500 – в небольшом минусе, а азиатские площадки, отыгрывая вчерашние события, демонстрируют дружное снижение индексов. Мы ждем негативного открытия торгов в России.

Алексей Тодоров, [aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)  
☎ 647-23-62

### Turkey 34 (YTM)





## ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

### Уплата страховых взносов в фонды затронула общий уровень ликвидности незначительно, но привела к росту ставок

Несмотря на значительный объем платежей по страховым взносам (около RUB200-250 млрд., по нашим оценкам), завершение выплат по ним вчера не привело к значительному оттоку ликвидности. [Депозиты](#) сократились на RUB50.3 млрд. (до RUB242.2 млрд.). На [корсчета](#) поступило RUB27.6 млрд. (увеличение до RUB591.8 млрд.), RUB17 млрд. из которых – чистый итог от покупки ОФЗ на аукционах в среду (суммарный фактический объем размещения – RUB13 млрд.) и привлечения RUB30 млрд. у Минфина на депозиты банков во вторник. В итоге общий объем средств на корсчетах и депозитах снизился на RUB22.7 млрд. до RUB834.0 млрд., а [чистая ликвидная позиция](#) до RUB940.7 млрд. Наиболее вероятной причиной тому может быть значительный встречный приток бюджетных средств.

Поскольку поступающие от бюджетных расходов средства распределяются неравномерно, отдельные сегменты рынка по мере расчетов по страховым взносам вчера испытывали недостаток рублевой ликвидности. Торги по [МБК](#) на 1 день открывались довольно высоко – 3.6-3.8%, после чего ставки днем были не сильно ниже – 3.5-3.75%, а вечером, когда по мере снижения активности ставки традиционно уменьшаются, вчера их уровень оставался в районе 3.6-3.7%, что заметно выше стоимости депозитов овернайт с ЦБ в 3.5%.

### Мощный приток ликвидности от ОБР-18 смягчит напряженность на денежном рынке, но ненадолго

Сегодня в центре внимания аукцион ОБР-19 заявленным объемом до RUB150 млрд. Мы по-прежнему считаем, что спрос на аукционе будет высоким, поскольку для покупки ОБР-19 (расчеты по аукциону завтра) участники рынка могут использовать RUB456 млрд., которые поступят также завтра в связи с погашением более раннего выпуска ОБР-18. Велика вероятность, что ЦБ сможет реализовать весь заявленный объем. Таким образом, в пятницу на счетах ЦБ «осядет» не менее RUB306.0 млрд. (чистый итог от погашения ОБР-18 и покупки ОБР-19).

Притока ликвидности такого объема хватит, чтобы перекрыть страховые платежи и предстоящий к уплате до 20 июня НДС. Однако идущие следом НДС и налог на прибыль (до 27 и 28 июня) достаточно велики, чтобы привести к «вымыванию» ликвидности с последующим возможным ростом ставок денежного рынка к концу месяца (на 20-40 бп, по нашим оценкам).

### Рубль немного подорожал благодаря налогам; ждем его ослабления из-за коррекции цен на нефть и негативного фона

В связи с позитивной динамикой нефтяных котировок и выходом экспортеров с продажами валютной выручки под уплату страховых взносов во внебюджетные фонды рубль вчера подорожал на 8 копеек относительно бивалютной корзины. Цена бивалютной корзины с открытия по RUB33.41 подавляющую часть дня опускалась, достигнув дневного минимума RUB33.33, но под конец торгов вернулась к уровню RUB33.38.

Сегодня рубль может продемонстрировать ослабление к бивалютному ориентиру в связи с довольно резкой коррекцией цен на нефть вниз на утро четверга и в целом негативного внешнего фона.

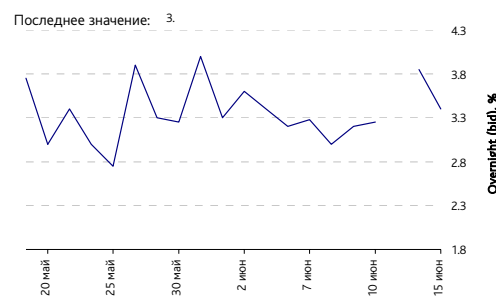
### Enel ОГК-5 (Moody's: Ba3) увеличит свое присутствие на рублевом рынке облигаций; предлагаемые диапазоны доходности выглядят справедливо

Генерирующая компания 23 июня планирует открыть книгу заявок на биржевые облигации. Эмитент предложит инвесторам 3-летний выпуск объемом RUB5 млрд. Первоначальные ориентиры по купону озвучены в диапазоне 7.50-7.75% годовых, что транслируется в доходность к погашению 7.64-7.90%.

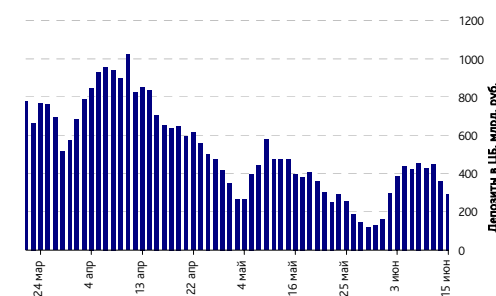
Ориентиры предполагают премию к кривой ФСК в размере около 40-70 бп, что выглядит несколько агрессивно с точки зрения разницы в рейтингах и несколько более слабых кредитных метрик ОГК-5. Однако в пользу генерирующей компании говорит несколько немаловажных факторов:

- Оптовая генерация электроэнергии – это наименее зарегулированный сегмент энергетической отрасли, поэтому большая часть выручки ОГК-5 в меньшей степени подвержена регуляторным рискам;

### Ставка overnight (максимум, bid)



### Депозиты в ЦБ РФ





- Крупный иностранный энергетический холдинг Enel, являющийся контролирующим акционером компании, не только способен оказать внутригрупповую поддержку своему российскому сегменту бизнеса, но и существенно снижает риски корпоративного управления в компании;
- Долговая нагрузка ОГК-5 в терминах «Чистый долг/EBITDA» на конец 2010 г. составляла 2.4х, что для компаний отрасли является приемлемым значением.

Главным негативным моментом для компаний сектора являются существенные риски негативного регулирования. Как следствие, высокий уровень неопределенности в отрасли оказывает давление на котировки уже обращающихся облигаций и снижает интерес инвесторов к новым выпускам.

Тем не менее маркетируемый диапазон выглядит скорее справедливо даже по нижней границе, в особенности учитывая недавние успешные размещения Кузбассэнерго и РусГидро. Кроме того, сейчас маркетируется новый выпуск Кузбассэнерго, который, при отсутствии рейтингов от международных агентств и существенной вероятности роста долговой нагрузки до уровней 4.0-4.2х в ближайшие 2 года, предлагает премию к новым бондам ОГК-5 всего в размере около 70 бп.

### **КБ «Открытие» (NR) планирует разместить RUB3-5 млрд. рублевых облигаций в 2011 г.; ожидаем интересных предложений для инвесторов**

Вчера Интерфакс сообщил, что КБ «Открытие» планирует разместить порядка RUB3-5 млрд. облигаций в 2011 году. На данный момент банк находится в процессе получения рейтинга от S&P.

На наш взгляд, инвесторам будет интересен кредитный риск банка «Открытие» при отсутствии у него обращающихся на рынке долговых бумаг. Судя по данным РСБУ, банк последовательно расширяет свое присутствие на рынке кредитования (RUB79 млрд. на 01.05.11), поддерживая приемлемый уровень просроченных кредитов (2.5% от всех займов).

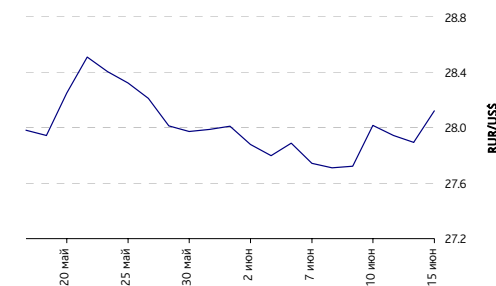
В то же время трудно судить о качестве кредитного профиля банка и успешности M&A-сделок без опубликованной отчетности по МСФО за 2010 год и наличия рейтингов от международных агентств. Мы ожидаем более детального раскрытия информации в случае выпуска облигаций.

### **КБ «Центр-инвест» (Moody's: B1) увеличивает объем размещения облигаций до RUB2.5 млрд.; считаем предложение интересным**

Завтра закрывается книга заявок на покупку облигаций серии БО-1 КБ «Центр-инвест». Объем размещения увеличен до RUB2.5 млрд. Индикативный купон находится в диапазоне 8.50-9.00%, что обуславливает YTP 8.68-9.20% к оферте через 1.5 года. Техническое размещение бумаг назначено на 21 июня 2011 г.

Увеличение объема выпуска **КБ Центр-инвест БО-1** свидетельствует о наличии спроса на облигации банка, и, вероятно, обусловит большую ликвидность выпуска на вторичном рынке. На наш взгляд, нижняя граница ориентиров близка к справедливому значению доходности бумаг, поэтому считаем участие в размещении привлекательным от нижней границы ориентиров. Напомним, что низколиквидный выпуск **КБ Центр-инвест-2** на данный момент торгуется с YTP 8.39% к оферте через год.

Курс рубль/доллар



Мария Помельникова, [maria.pomelnikova@trust.ru](mailto:maria.pomelnikova@trust.ru)

☎ 789-35-94

Юлия Сафарбакова, [yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)

☎ 647-23-59

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

☎ 647-25-89



## ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

### ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА

**Мосэнерго (S&P: BB) опубликовало неплохую отчетность по МСФО за 1К 2011 г.; эффект сезонности помог нарастить рентабельность; рыночная оценка облигаций справедлива**

*Вчера крупнейшая территориальная генерирующая компания – Мосэнерго – опубликовала консолидированную отчетность по МСФО за 1К 2011 г.*

#### КОММЕНТАРИЙ

Операционные показатели Мосэнерго продемонстрировали вполне ожидаемую динамику: рост выручки был во многом обеспечен ростом цен на электроэнергию на свободном рынке, а также увеличением тарифов на тепло. В первом квартале большую долю в выручке Мосэнерго традиционно занимают продажи тепловой энергии, это связано с фактором сезонности: тарифы на тепловую энергию индексируются в начале года, поэтому именно в 1 квартале этот эффект сказывается в наибольшей степени.

В начале 2011 г. менеджмент Мосэнерго продемонстрировал отличную способность по контролю над издержками: расходы на топливо выросли на 15% по отношению 1К 2010 г., что в совокупности со снижением затрат на персонал помогло продемонстрировать рост EBITDA более чем на 40% относительно 2010 г. В результате рентабельность по этому показателю увеличилась до 21%, что является одним из лучших показателей для ТЭК, у которых нет в составе генерирующих активов ГЭС.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ МОСЭНЕРГО

| МСФО, RUB млрд.                 | 1К 10       | 2010        | 1К 11       | 1К11/4К10  | 1К11/1К10   |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|
| Выручка, в т.ч.                 | 50.7        | 145.3       | 60.3        | 26%        | 19%         |
| <i>Электроэнергия</i>           | <i>21.2</i> | <i>78.9</i> | <i>27.5</i> | <i>11%</i> | <i>29%</i>  |
| <i>Тепло</i>                    | <i>28.6</i> | <i>62.3</i> | <i>32.2</i> | <i>47%</i> | <i>12%</i>  |
| EBITDA                          | 9.0         | 20.1        | 12.7        | 51%        | 41%         |
| Чистая прибыль                  | 5.6         | 8.7         | 8.0         | 51%        | 42%         |
| Чистый операц. денежный поток   | 9.2         | 22.4        | -6.5        |            |             |
| Капвложения и M&A               | 1.4         | 6.7         | 3.0         | 5%         | 116%        |
| Свободный денежный поток        | 7.8         | 15.8        | -9.5        |            |             |
| Совокупный долг, в т.ч.         | 18.5        | 16.7        | 16.9        | 1%         | -9%         |
| <i>Краткосрочный долг</i>       | <i>2.1</i>  | <i>5.0</i>  | <i>5.0</i>  | <i>0%</i>  | <i>138%</i> |
| Денежные средства и эквиваленты | 9.8         | 28.3        | 11.6        | -59%       | 19%         |
| Активы                          | 261         | 256         | 262         | 2%         | 0%          |
| <b>Показатели</b>               |             |             |             |            |             |
| EBITDA margin                   | 17.7%       | 13.8%       | 21.1%       |            |             |
| EBITDA/проценты, (x)            | 15.4        | 11.5        | 27.0        |            |             |
| Долг/EBITDA*, (x)               | 1.4         | 0.8         | 0.7         |            |             |
| Чистый долг/EBITDA*, (x)        | 0.7         | < 0         | 0.2         |            |             |
| Долг/Собственный капитал, (x)   | 0.1         | 0.1         | 0.1         |            |             |

\* Значение EBITDA за последние 12 месяцев

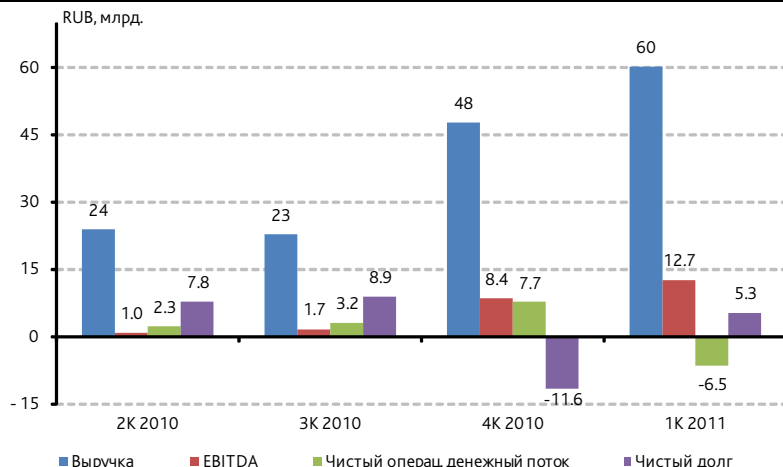
Источник: данные компании, НБ «Траст»

Несколько негативным на этом фоне выглядит отрицательный операционный денежный поток, который по итогам 1К 2011 г. составил внушительные – RUB6.5 млрд. Это произошло из-за существенного увеличения оборотного капитала (более чем на RUB3.5 млрд.), а в частности из-за роста дебиторской задолженности.

Ситуация с долговой нагрузкой у Мосэнерго не вызывает никаких опасений: совокупный долг сохраняется на уровне около RUB17 млрд., при доле краткосрочного – менее 30%. Отметим все же, что внушительный объем денежных средств, который находился на балансе компании в конце 2010 г., уменьшился более чем наполовину: около RUB7.5 млрд. денежных средств компания разместила на счетах в АБ «Россия».



## ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ МОСЭНЕРГО



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Три выпуска облигаций Мосэнерго не слишком ликвидны, поэтому ожидать их реакции на опубликованную отчетность не приходится. Наиболее длинный **Мосэнерго-3** торгуется с минимальными спредами к кривой ФСК и материнского Газпрома, что выглядит скорее агрессивно, чем справедливо.

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

### БАНКИ И ФИНАНСЫ

#### Moody's может понизить рейтинг АТФ Банка (Ba2/NR/BBB); нейтрально смотрим на еврооблигации эмитента

Вчера Moody's поместило на пересмотр рейтинг АТФ Банка с возможностью понижения из-за пересмотра рейтинга материнской группы UniCredit.

Аналитики отмечают, что в случае понижения рейтингов акционеров аналогичные действия последуют и в отношении дочернего банка. Рейтинг АТФ Банка может быть также понижен при изменении оценки потенциала поддержки со стороны собственников.

#### КОММЕНТАРИЙ

Мы считаем действие рейтингового агентства вполне обоснованным, поскольку основным сильным фактором кредитного профиля АТФ Банка является поддержка со стороны акционеров. Напомним, что убытки от обесценения активов частично компенсируются банку материнской группой, также недавно была проведена допэмиссия в пользу акционеров.

АТФ Банк демонстрирует негативную динамику показателей рентабельности, качество кредитного портфеля продолжает ухудшаться, а потенциал роста объема займов в среднесрочной перспективе ограничен. Мы не рассчитываем на сокращение отчислений в резервы в 2011 году, что в совокупности с сохраняющимся давлением на маржинальность бизнеса едва ли обусловит восстановление прибыли.

Отметим, что ранее представители UniCredit заявляли о возможности выхода с казахстанского рынка кредитования в долгосрочной перспективе, но не планировали реализацию намерений в ближайшие 2-3 года. На наш взгляд, даже в случае снижения агентством Moody's оценки потенциала поддержки со стороны акционеров стоит рассчитывать на предоставление необходимых средств АТФ Банку для поддержания допустимых показателей по ковенантам к еврооблигациям.

Мы нейтрально смотрим на евробонды АТФ Банка, которые на данный момент торгуются с премией в 130-150 бп. к кривой бумаг Халык Банка. Котировки бумаг, на наш взгляд, адекватно отражают как негативную динамику финансовых показателей АТФ Банка, так и возможное изменение структуры собственности.

Юлия Сафарбакова, [yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)  
☎ 647-23-59



## Последние размещения

| Выпуск                | Объем,<br>млн. | Купон,<br>% | Лет до<br>погашения/<br>оферта | УТМ /<br>УТР, % |
|-----------------------|----------------|-------------|--------------------------------|-----------------|
| Самарская Обл-35007   | 12200          | 7.49        | 5                              | 7.7             |
| Мечел-17              | 5000           | 8.4         | 10 / 5                         | NA / 8.58       |
| Мечел-18              | 5000           | 8.4         | 10 / 5                         | NA / 8.58       |
| РМК-Финанс-4          | 5000           | 9           | 5 / 3                          | NA / 9.20       |
| Мехпрачечная СвЖД-2   | 2480           | 8           | 15                             | 8.16            |
| ЕвразХолдинг Финанс-5 | 5000           | 8.4         | 10 / 5                         | NA / 8.58       |
| Альянс НК-4           | 5000           | 8.85        | 10 / 5                         | NA / 9.05       |
| Мечел-19              | 5000           |             | 10 / 5                         |                 |
| Чувашия Респ-31008    | 1000           | 8           | 3                              | 9.78            |
| Группа Разгуляй-136о  | 1000           | 0           | 1 / 0                          | NA / 4.91       |

## Налоговые выплаты

| Дата    | Налог                 |
|---------|-----------------------|
| 20 июня | 1/3 НДС за 1К 2011 г. |
| 27 июня | НДПИ и акцизы         |
| 28 июня | Налог на прибыль      |

## Ближайшие выпуски

| Ориентир.<br>Дата | Выпуск                  | Объем,<br>млн. | Купон | Лет до погашения/<br>оферта |
|-------------------|-------------------------|----------------|-------|-----------------------------|
| 17 июн 11         | Т-Платформы<br>Финанс-1 | 100            | 11.5  | 3 / 0                       |
| 17 июн 11         | Альянс НК-6             | 7000           | 8.85  | 10 / 5                      |
| 17 июн 11         | ЕБРР-9                  | 1000           | TBD   | 5                           |
| 20 июн 11         | Обувьрус-1              | 700            | TBD   | 3 / 1                       |
| 21 июн 11         | Центр-инвест-16о        | 1500           | TBD   | 3                           |

## Ближайшие оферты

| Дата      | Выпуск                    | Объем,<br>RUB<br>млн. | Текущий<br>купон | Новый<br>купон | След.<br>оферта/<br>Погашение |
|-----------|---------------------------|-----------------------|------------------|----------------|-------------------------------|
| 17 июн 11 | Ренессанс Капитал<br>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                | 6              | 20 дек 11                     |
| 22 июн 11 | Еврофинансы-<br>Недвиж-1  | 1,100                 | 5                | 5              | 21 дек 11                     |
| 22 июн 11 | НОМОС-Банк-09             | 5,000                 | 7                | 6.25           | 15 июн 12                     |
| 22 июн 11 | Стальфонд-<br>Недвиж.     | 700                   | 7                | 5              | 21 дек 11                     |
| 23 июн 11 | Еврофинансы-<br>Недвиж-2  | 1,100                 | 5                | 5              | 22 дек 11                     |
| 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              |                |                               |
| 8 июл 11  | Фармпрепарат              | 23                    | 12               | 12             |                               |
| 11 июл 11 | ТГК1-2                    | 5,000                 | 16.99            |                |                               |
| 13 июл 11 | Вымпелком-<br>Инвест-3    | 10,000                | 15.2             |                |                               |
| 14 июл 11 | ВТБ Лизинг-2              | 6,923                 | 7                |                |                               |
| 17 июл 11 | Разгуляй Фин.-5           | 2,000                 | 0                | 0              |                               |

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](mailto:research.debtmarkets@trust.ru)

#### ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

#### Торговые операции

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

#### Клиентские продажи

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

[sales@trust.ru](mailto:sales@trust.ru)

#### Департамент количественного анализа и информационного развития

Светлана Федоровых +7 (495) 786-23-46

## REUTERS: TRUST

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

## BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации  
TIBM12. Суверенный долг и 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. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранцы 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.