

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- **Португалия** сегодня проведет размещение госбумаг на EUR1.5 млрд., несмотря на стремительный рост доходностей; новому правительству придется в сжатые сроки договариваться с ЕС о помощи
- Объем **внешних заимствований РФ** может быть снижен до USD2-3 млрд.; умеренно позитивно для российских суверенных евробондов
- **Белоруссия** рассчитывает получить кредиты от РФ и ЕврАзЭС в 30-дневный срок и не намерена менять экономическую политику в этот период; ждем позитивной реакции в суверенных евробондах
- Разнонаправленные движения котировок в корпоративных **евробондах**; суверенные выпуски пользовались спросом; иностранцы верят в российский рубль
- Торги на **российском долговом рынке** начнутся снижением при слабой активности; дальнейшую динамику определяют статданные из США
- **Ferrexpo**: предварительный прайсинг агрессивен, однако потенциал роста еще есть ([стр. 2-4](#))
- **Сбербанк** не будет выходить на внешние рынки до лета, объем заимствований на 2011 г. остается на уровне USD4 млрд.; реакции в евробондах не наблюдалось

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- Ситуация с **ликвидностью** остается комфортной; заметного отклонения **ставок** от текущих уровней на следующей неделе не ждем
- **Рубль** немного укрепился к корзине; участники рынка не спешат переоценивать рублевые риски в сторону увеличения
- **Рублевый рынок**: мощные покупки в средних выпусках ОФЗ. Объем размещения на аукционе **ОБР-18** был близок к предложенному ([стр. 5](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- **Русал**: 2010 год принес существенные улучшения; кредитный профиль продолжит выправляться и дальше; облигации имеют среднесрочный потенциал к росту
- **Евраз**: восстановление продолжается; долг по-прежнему рефинансируется, а не погашается, но проблем для кредитного качества не предвидится как минимум до 2013 года; рублевые выпуски все еще интересны ([стр. 6-8](#))
- **Северсталь** закрыла сделку по продаже трех заводов в Северной Америке; продажа проблемных активов позволит сосредоточиться на более прибыльных и современных; тем не менее новость ожидаема, а потому влияние на бумаги маловероятно

СЕГОДНЯ

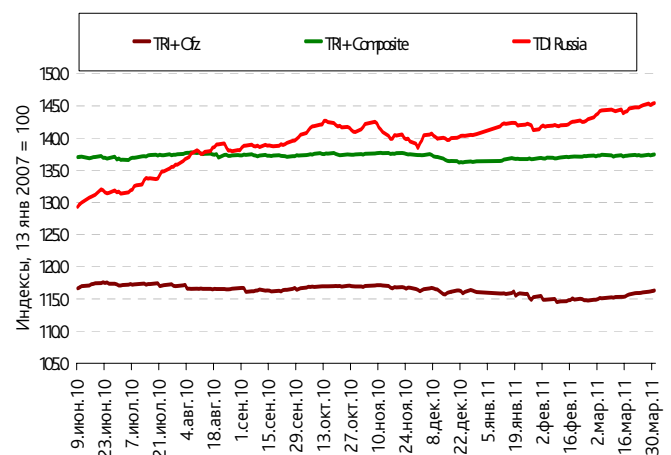
- Статистика **США**: отчет минтруда по безработице, промышленный индекс ISM
- Статистика **еврозоны**: безработица, промышленный индекс PMI

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↓ 165.00	-3.00	10.00	-34.00
EMBI+ spread	↑ 261.23	1.37	8.16	20.10
Russia 30 Price	↑ 116.79	+ 2/8	+ 1/8	+1 1/8
Russia 30 Spread	↓ 118.80	-7.80	+12.70	-29.70
Russia 5Y CDS	↓ 128.34	-0.16	-1.00	-18.17
UST 10y Yield	↑ 3.47	+0.03	-0.09	+0.14
BUND 10y Yield	↑ 3.353	+0.02	+0.03	+0.43
UST 10y/2y Yield	↓ 263.7	-1	-15	-10
Mexico 33 Spread	↓ 227	-1	+11	-4
Brazil 40 Spread	↓ 131	-4	+217	+181
Turkey 34 Spread	↓ 287	-6	-17	+30
ОФЗ 26199	↑ 5.24	+0.09	-0.37	-1.00
Москва 50	↑ 5.06	+0.01	-0.25	-0.82
Мособласть 8	↑ 7.51	+0.01	-0.29	-1.01
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	0.00
MTC 3	↑ 7.02	+0.02	-0.02	-0.44
Руб / \$	↑ 28.516	+0.173	-0.111	-1.834
\$ / EUR	↑ 1.417	+0.004	+0.020	+0.081
Руб / EUR	↑ 40.388	0.355	0.990	-0.100
NDF 1 год	↓ 4.120	-0.040	-0.110	-0.580
RUR Overnight	↑ 3.30	+0.2	+0.3	
Корпчета	↑ 610.1	+36.70	+153.40	-278.20
Депозиты в ЦБ	↑ 682.3	+109.60	-116.20	+112.70
Сальдо опер. ЦБ	↑ 491.90	+127.00	-137.40	+555.70
RTS Index	↓ 2041.80	-0.12%	+1.01%	+15.19%
Dow Jones Index	↓ 12319.73	-0.25%	+0.50%	+5.56%
Nasdaq	↑ 2781.07	+0.15%	-0.63%	+3.33%
Золото	↑ 1431.08	+0.47%	+0.91%	+1.15%
Нефть Urals	↑ 113.09	+1.92%	+0.78%	+22.66%

TRUST Bond Indices

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↑ 252.41	0.34	2.65	6.84
TRIP Composite	↑ 235.92	0.09	0.28	1.73
TRIP OFZ	↑ 184.79	0.12	1.86	0.78
TDI Russia	↑ 227.95	0.19	1.95	5.70
TDI Ukraine	↑ 227.43	0.16	3.04	5.13
TDI Kazakhs	↓ 186.45	-0.30	0.56	4.58
TDI Banks	↓ 226.88	-0.02	2.38	6.10
TDI Corp	↑ 241.40	0.15	2.00	6.70

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices




ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Португалия сегодня проведет размещение госбумаг на EUR1.5 млрд., несмотря на стремительный рост доходностей; новому правительству придется в сжатые сроки договариваться с ЕС о помощи

Долговые проблемы Португалии продолжают усугубляться – доходность десятилетних бумаг накануне «скакнула» сразу на 44 бп до 8.74%, а пятилетний страновой CDS-спред вышел на исторически максимальный уровень, составив по итогам дня 579 бп. В этих непростых условиях Лиссабон решился провести в пятницу аукцион по годовым суверенным бумагам на сумму EUR1.5 млрд., подчеркнув при этом его «экстраординарный» характер. Как пишет Bloomberg, со ссылкой на португальские СМИ, агентство по госдолгу уже нашло покупателей, готовых вложить в эти бумаги.

Тем временем президент Португалии распустил парламент и назначил внеочередные выборы на 5 июня, за 10 дней до погашения очередной порции госдолга. С нашей точки зрения, неожиданное решение Лиссабона выйти на рынок заимствований даже в таких неблагоприятных условиях и назначение выборов на начало июня означает, что у нового кабинета министров будет мало времени, чтобы договориться с Европой о предоставлении финансовой поддержки.

Объем внешних заимствований РФ может быть снижен до USD2-3 млрд.; умеренно позитивно для российских суверенных евробондов

Замминистра финансов РФ Д. Панкин заявил в четверг, что объем внешних заимствований на 2011 год может быть сокращен более чем в два раза. Таким образом, объем размещений в евробондах может составить USD2-3 млрд. против установленного сейчас потолка в USD7 млрд. В качестве вероятного инструмента заимствований на внешних рынках Д. Панкин назвал 30-летний евробонд в долларах, отметив, однако, что его выпуск может и не состояться.

Мы полагаем, что сокращение плана заимствований было бы вполне оправданным шагом. Стремительно возросшие с начала текущего года цены на нефть стали существенным подспорьем для российских властей – по нашим прогнозам, дефицит бюджета в 2011 г. составит 1.5% против 3.9% в прошлом году, при этом для его покрытия Минфин, скорее всего, будет использовать внутренний рынок.

Решение о сокращении плана заимствований может оказать умеренное позитивное влияние на обращающиеся суверенные евробонды РФ, снизив давление со стороны нового предложения. Выпуск же суверенной бумаги сроком на 30 лет может стать позитивным фактором для российского сегмента рынка еврооблигаций, предоставив крепким корпоративным заемщикам ориентир на дальнем конце кривой.

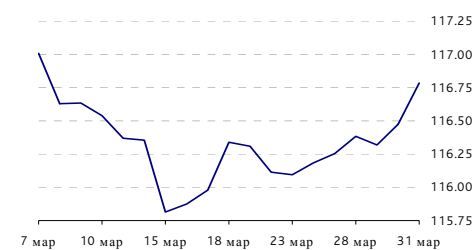
Белоруссия рассчитывает получить кредиты от РФ и ЕврАзЭС в 30-дневный срок и не намерена менять экономическую политику в этот период; ждем позитивной реакции в суверенных евробондах

Как сообщил накануне «Интерфакс», Национальный банк Белоруссии (НББ) ввел мораторий на принятие новых решений в области валютной, курсовой и денежно-кредитной политики. Причина – в Минске ждут поступления кредитов от РФ и ЕврАзЭС на общую сумму USD3 млрд. в течение ближайших 20-30 дней.

Мы считаем, что подобная информация способна притормозить падение стоимости суверенных бумаг Белоруссии, как это уже было после визита премьер-министра России В. Путина в Минск в середине марта, когда и было объявлено о возможности финансовой помощи Минску.

По итогам четверга евробонды Белоруссии подешевели - **Belarus 15** и **Belarus 18** потеряли около 10 бп, что после отдельных периодов дневного падения на 4 п.п. уже можно назвать достаточно хорошим результатом. Мы по-прежнему считаем, что рынок переоценивает суверенные риски Белоруссии, не полностью учитывая продолжающееся потепление между Москвой и Минском, и делаем ставку на рост госбумаг в среднесрочной перспективе.

Russia 30 (Price)



US Treasuries 10 Year (YTM)

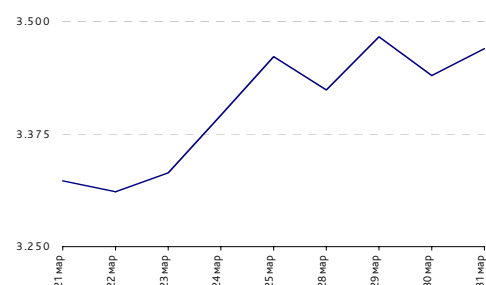




ДИАГРАММА. ДИНАМИКА СТОИМОСТИ СУВЕРЕННОГО ВЫПУСКА BELARUS 15 В 2011 Г. И ОТДЕЛЬНЫЕ ВЛИЯВШИЕ НА НЕЕ СОБЫТИЯ



Источник: расчеты НБ «Траст»

Разнонаправленные движения котировок в корпоративных евробондах; суверенные выпуски пользовались спросом; иностранцы верят в российский рубль

Российский рынок еврооблигаций в четверг не смог определиться с единой динамикой. В корпоративном сегменте наблюдались хаотичные движения котировок. Так, в нефтегазовом секторе покупали средний участок кривой Газпрома, в то время как длинные выпуски газовой монополии подешевели на 15-30 бп. Во втором эшелоне преобладал позитив – прибавили в цене евробонды Алросы и Северстали. Тем не менее выпуски Евраза смотрелись не так хорошо, потеряв по итогам дня 20-30 бп. Вероятно, инвесторы сочли опубликованную в четверг отчетность не слишком воодушевляющей, что идет вразрез с нашими оценками (подробнее см. кредитные комментарии). Еврооблигации ВымпелКома, тем временем, продолжили рост на фоне сильных финансовых показателей, опубликованных еще в начале недели. В банковском секторе мы отмечаем положительную динамику в бумагах Россельхозбанка и снижение котировок по выпускам ВТБ (из общей динамики выбился рекомендованный нами выпуск **VTB 20**, прибавивший чуть более 10 бп).

Мы бы хотели особо отметить, что, несмотря на разнонаправленное движение в корпоративных бумагах, в рублевых евробондах образовался единый тренд. Так, **RusHydro 15** вырос на 20 бп, а **RussAgrBank 16R** прибавил почти 70 бп. С нашей точки зрения, это является отражением позитивного настроения иностранных инвесторов в отношении перспектив укрепления российской валюты, которая по итогам первого квартала показала наилучшую динамику среди валют G20.

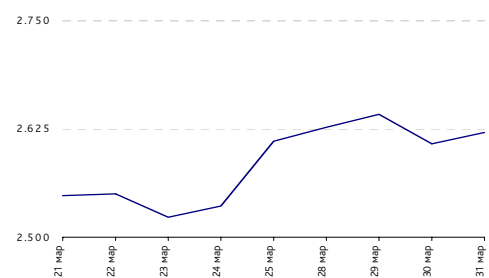
В российских суверенных выпусках в четверг шли активные покупки. Евробонд **Russia 30** подорожал в цене на 30 бп – до 116.79% от номинала. Спред **Russia 30 – UST 10** при этом сузился на 8 бп – до 119 бп. Рублевый выпуск **Russia 18R** также вырос в цене, на 30 бп, поддерживая тем самым общую со своими корпоративными «коллегам» динамику.

Торги на российском долговом рынке начнутся снижением при слабой активности; дальнейшую динамику определяют статданные из США

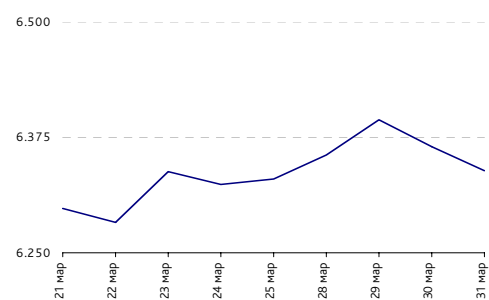
Активность на российском долговом рынке в пятницу будет традиционно низкой, а на открытии есть вероятность небольшого движения вниз. В дальнейшем же направление рынка будет сильно зависеть от статданных из США, где сегодня будет опубликован ежемесячный отчет Минтруда по безработице. Умеренным позитивом для рынка может откликнуться рост промышленного индекса PMI в Китае, который снизил опасения касательно возможной «жесткой» посадки экономики страны из-за стремительного ужесточения монетарной политики.

Рыночные индикаторы пока не позволяют нарисовать цельную картину дня. Нефть подросла на USD2 и торгуется на уровне USD117 за баррель на фоне ситуации в Ливии, где верные войска Каддаффи отбили у повстанцев важный нефтяной порт. Азиатские фондовые индексы показывают смешанную динамику, а колебания индикаторов незначительны. Фьючерсы на индексы США демонстрируют умеренное снижение.

Brazil 40 (YTM)



Turkey 34 (YTM)





Ferrexpo (B2/B+/B): предварительный прайсинг агрессивен, однако потенциал роста еще есть

Вчера Bond Radar сообщил о том, что прайсинг дебютного 5-летнего евробонда украинского производителя окатышей – Ferrexpo – будет проведен в диапазоне 8.00%+/-0.125%. Как мы отмечали в Навигаторе долгового рынка от 24 марта 2011 г., бумаги украинского экспортера оказались оценены довольно высоко – с премией в 40-60 бп к **Metinvest 15**.

Кредитный профиль Ferrexpo довольно крепок, однако существенно меньшие масштабы бизнеса чем у Метинвеста заставляют нас считать такую оценку несколько завышенной. Если сравнить с другим крепким эмитентом из Украины – МХП, то также можно говорить о некоторой завышенности оценки металлургической компании. Несмотря на более крепкое кредитное качество, бизнес МХП гораздо менее волатилен. К тому же агрохолдинг имеет довольно существенную для Украины кредитную историю.

В то же время мы считаем, что интерес участников к новым выпускам в последние месяцы может еще поднять котировки **Ferrexpo 16**.

Алексей Тодоров, aleksey.todorov@trust.ru

☎ 647-23-62

Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru

☎ 786-23-48



ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Ситуация с ликвидностью остается комфортной; заметного отклонения ставок от текущих уровней на следующей неделе не ждем

Вчерашний день прошел для денежного рынка спокойно и размеренно. В платежную систему вновь поступил значительный объем ликвидности. Причем, в отсутствие в ближайшие дни крупных аукционов, банки вернулись к своей привычной стратегии – наращивали [депозиты](#) (+RUB104.4 млрд. до RUB786.7 млрд.), [корсчета](#) тем временем подросли гораздо скромнее – на RUB13.7 млрд. (до RUB596.4 млрд.). Итогом вчерашнего дня стал приток ликвидности в RUB90.7 млрд., благодаря которому [чистая ликвидная позиция](#) восстановилась до RUB1.57 трлн., причем вес объема наиболее ликвидных остатков на корсчетах и депозитах в чистом запасе ликвидности увеличился до 90% (RUB1.38 трлн.).

Приток ликвидности поддерживает приемлемую стоимость привлечения. Так, ставки на [межбанковском](#) рынке на 1 день вчера с открытия составляли 2.9-3.1%, после чего днем чуть подросли до 2.75-3.15%, а вечером традиционно опустились ниже стоимости депозитов овернайт с ЦБ (3.0%) – до 2.75-3.0%. Резкое снижение активности в секции рубль-доллар расчетами завтра на FX (торговые обороты вчера упали до USD3.8 млрд. против USD4.9 млрд. накануне) обернулось заметным падением соответствующих ставок по [валютным свопам](#) – 2.1-2.6% по окончании торгов против 2.6-3.0% днем и 2.8-3.0% на закрытие предшествующего дня. Смешанная динамика остается в сегменте 1-дневного междилерского РЕПО, чувствительность которого как к оттоку, так и к притоку ликвидности в последнее время значительно снизилась. Ставки в этом сегменте на протяжении нескольких месяцев к ряду держатся в диапазоне 3.5-3.6%, демонстрируя разнонаправленную динамику по отдельным сегментам. Так, средняя стоимость фондирования [под залог ОФЗ](#) вчера подросла до 3.59% (+5 бп), а под залог облигаций [1-го эшелона](#) опустилась до 3.41% (-12 бп).

На следующей неделе мы прогнозируем сохранение благоприятной ситуации с ликвидностью при чистом запасе ликвидных активов близком к RUB1.5 трлн., на фоне существенного отклонения ставок денежного рынка от текущих уровней не ожидаем.

Рубль немного укрепился к корзине; участники рынка не спешат переоценивать рублевые риски в сторону увеличения

С открытия по RUB33.89 стоимость бивалютной корзины уже в первые полчаса торгов достигла дневного максимума RUB33.9, после чего резко пошла на снижение, подойдя днем к отметке RUB33.73, где и находилась вплоть до закрытия торгов по RUB33.77.

Участники рынка не стремятся переоценивать свое отношение к рублевым рискам, что отражается в стабилизации [трехмесячных ставок NDF](#) на уровне 3.14-3.22% (против 3.16-3.20% накануне).

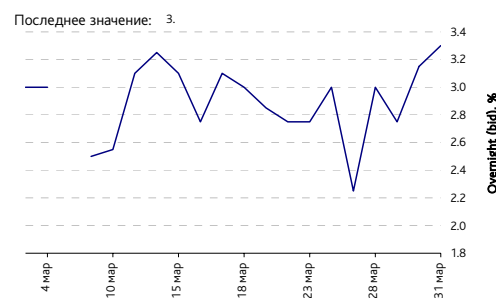
Рублевый рынок: мощные покупки в средних выпусках ОФЗ. Объем размещения на аукционе ОБР-18 был близок к предложенному

В последний день марта покупки шли во всех сегментах рублевого рынка. В ОФЗ сильнейшая торговая активность с большим количеством сделок сосредоточилась в средних выпусках с дюрацией 2-5 лет – **ОФЗ 25077** (+27 бп), **ОФЗ 25075** (+16 бп). По **ОФЗ 25068** (+4 бп) с дюрацией 2.9 года объем сделок вчера составил RUB1.56 млрд. при средненежном объеме торгов за последнюю неделю RUB0.74 млрд. В дюрациях свыше 5 лет сильным спросом пользовался новый выпуск **ОФЗ 26204** (+47 бп), вышедший на рынок 23 марта. В коротких бумагах обороты по **ОФЗ 25078** (+5 бп) превысили средненежный объем торгов за последнюю неделю почти в 4 раза. На аукционе **ОБР-18** из предложенных RUB25 млрд. ЦБ разместил RUB24.3 млрд.

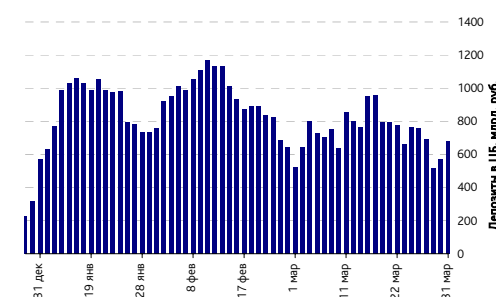
Среди выпусков первого эшелона мощные покупки сосредоточились в выпусках **ВЭБ-8** (+15 бп), **Газпром нефть-9** (+5 бп). Во втором эшелоне интерес инвесторов вновь преобладал в средних (с дюрацией свыше 3 лет) выпусках телекомов – **МТС-8** (+38 бп), **ВымпелКом-Инвест-6** (+18 бп).

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

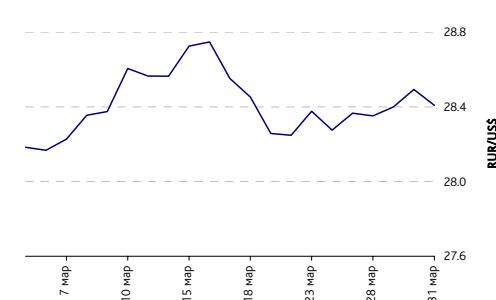
Ставка overnight (максимум, bid)



Депозиты в ЦБ РФ



Курс рубль/доллар





ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

МЕТАЛЛУРГИЯ

Русал (NR): 2010 год принес существенные улучшения; кредитный профиль продолжит выправляться и дальше; облигации имеют среднесрочный потенциал к росту

Вчера Русал подвел итоги деятельности по МСФО за 2010 год. Мы отмечаем ряд улучшений в кредитном качестве алюминиевого холдинга по сравнению с 2008-2009 годами. Кроме того, мы видим перспективы для его дальнейшей стабилизации в позитивной рыночной конъюнктуре, высокой операционной эффективности деятельности, а также в ограничениях жестких ковенантов.

Выделим ряд интересных моментов в имеющейся отчетности:

- Выручка и EBITDA Русала в полной мере отразили восстановление глобального рынка алюминия (см. таблицу). Рост выручки на 34% во многом объясняется 30%-ным ростом цены на металл (с USD1.7 тыс. до USD2.2 тыс. за тонну). Кроме того, более умеренный рост себестоимости (на 12%) позволил достичь высокой рентабельности по EBITDA (24% в 2010 году по сравнению с 9% годом ранее).

Впрочем, обсуждаемый сейчас пересмотр цен на электроэнергию в Сибири представляет собой существенный риск для рентабельности компании, учитывая, что производство алюминия крайне энергоемко, а плата за мощность в случае Русала почти в 5 раз ниже, чем в среднем по корпоративным потребителям зоны «Сибирь».

В 2011 году компания планирует увеличить выпуск алюминия на 2% (до 4.2 млн. тонн) и глинозема - на 8% (до 8.5 млн. тонн). Отметим, что пока цены на бирже продолжают расти: так, за 1К 2011 средняя цена алюминия на LME составила USD2.5 тыс. за тонну (см. таблицу).

ТАБЛИЦА. СРЕДНЯЯ ЦЕНА АЛЮМИНИЯ НА LME

1К 09	2К 09	3К 09	4К 09	1К 10	2К 10	3К 10	4К 10	1К 11
1359	1488	1806	2000	2165	2091	2089	2343	2501

Источник: Bloomberg, LME

- Согласно имеющимся у Русала соглашениям с банками-кредиторами, алюминиевая компания продолжает погашать долги перед ними. В 2010 году за счет размещения собственных акций и положительных денежных потоков Русал сократил совокупный долг с USD13.9 млрд. до USD12.0 млрд.

Несмотря на то, что объем долга по-прежнему высок (леверидж в терминах «Долг/EBITDA» составил 4.5x), компании удается придерживаться запланированного графика погашения и даже опережать его.

- Благодаря размещенному в марте текущего года рублевому выпуску облигаций **Русал Братск-7** компания продолжила рефинансировать свой долг, в совокупности выплатив кредиторам с конца 2009 года USD3.5 млрд. (из них почти USD900 млн. уже в 2011 году). Напомним, что в ближайшие месяцы Русал планирует разместить евробонд в долларах в объеме до USD1 млрд., однако, как объявила вчера компания, другой евробонд – в юанях – размещаться не будет.
- Инвестпрограмма Русала также сдерживается договоренностями с банками, а потому не сильно снижает свободные денежные потоки компании. На два основных инвестпроекта – постройку Тайшетского и Богучанского заводов – в совокупности до 2013 года будет потрачено около USD1 млрд. Мы считаем, что эта сумма посильна Русалу.

Рублевые облигации **Русал Братск-7** торгуются сейчас на одном уровне с выпусками Евраз и Мечела. На наш взгляд, все еще высокая долговая нагрузка и не самая положительная кредитная история алюминиевого холдинга пока еще сдерживает инвесторов в оценке его облигаций. Однако все вышеупомянутые факторы должны помочь Русалу существенно улучшить кредитное качество, в связи с чем облигации имеют среднесрочный потенциал к росту (в перспективе год-два). Вероятное получение рейтинга также может привлечь инвесторов в бумаги **Русал Братск-7**.



ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ РУСАЛА

МСФО, USD млрд.	2008	2009	2010	10/09
Выручка	15.7	8.2	11.0	34%
ЕБИТДА	3.2	0.7	2.7	262%
Чистая прибыль	-6.0	0.8	2.9	249%
Чистый операционный денежный поток	3.0	0.3	1.1	247%
Капвложения и приобретение ДЗО	5.8	0.3	0.4	20%
Свободный денежный поток	-2.8	0.0	0.8	
Совокупный долг в т.ч.	14.0	13.9	12.0	-14%
Краткосрочный долг	14.0	2.8	1.4	-51%
Денежные средства и эквиваленты	0.7	0.2	0.5	108%
Активы	24.0	23.9	26.5	11%
Показатели				
ЕБИТДА margin (%)	20%	9%	24%	
ЕБИТДА/проценты (x)	2.0	0.6	2.1	
Долг/ЕБИТДА (x)	4.4	18.8	4.5	
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	4.1	18.5	4.3	
Долг/Собственный капитал (x)	3.1	2.2	1.0	

Источник: данные компании, НБ «Траст»

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

Евраз (B1/B+/B+): восстановление продолжается; долг по-прежнему рефинансируется, а не погашается, но проблем для кредитного качества не предвидится как минимум до 2013 года; рублевые выпуски все еще интересны

Вчера Евраз опубликовал финансовые результаты своей деятельности за 2010 год в соответствии с МСФО. Данные отчетности говорят о продолжающемся восстановлении кредитного качества по многим направлениям: по итогам года растут показатели P&L, соответственно улучшается рентабельность бизнеса и сокращается долговая нагрузка. Роста удалось добиться не только за счет роста цен на продукцию на глобальных рынках, но и за счет увеличения доли конечной продукции в выручке, а также улучшения дистрибьюторской сети.

Евразу, несмотря на то, что он пока не меняет свою стратегию максимально возможных инвестиционных вложений и рефинансирования долгов, нежели их погашения, удалось сгенерировать положительный свободный денежный поток в размере USD240 млн. (см. таблицу). Соответственно, совокупный объем долга практически не сократился за прошедший финансовый год: на конец 2009 года он составлял USD8.0 млрд., а на конец 2010 – USD7.9 млрд.

Несмотря на высокое значение валового долга, Евраз активно работает над структурой своего кредитного портфеля: за счет облигаций (по RUB15 млрд. в марте и ноябре с офертами через 3 и 5 лет), кредитов банков (USD1.6 млрд. сроком на 4-5 лет) и экспортных агентств (USD950 млн. на 5 лет) ему удалось практически полностью снять проблему краткосрочного долга. Ближайшие крупные погашения предстоят лишь в 2013 году. Кроме того, доля облигаций составила на конец года почти 60% в совокупном долге, а всего необеспеченного долга – около 96%. Впрочем, 2/3 всего долга по-прежнему подвержено ограничениям имеющихся ковенантов.

Всего в 2011 году наступает срок погашения по USD625 млн. долга (около RUB17.7 млрд. на сегодняшний день), большая часть которых наступила уже в завершившемся 1К 2011. Насколько мы понимаем, проблем с данными долгами у Евраз не возникло, а потому в 2011 году мы вряд ли увидим металлургический холдинг на рынке публичных заимствований, по крайней мере, если не будет новых крупных приобретений.

В 2011 году инвестпрограмма холдинга составит USD1.24 млрд. (против USD830 млн. в 2010). Как заявлял недавно CFO Евраз, увеличение инвестиций стало возможным в результате улучшения финансового положения и, соответственно, ослабления ограничений, накладываемых ковенантами.

Что касается планов на 2011 год, то в 1К 2011 компания прогнозирует собственную ЕБИТДА на уровне USD725-800 млн. (до этого посткризисный максимум наблюдался в 3К 2010 – USD760 млн.). К середине 2011 года планируется также снизить «Чистый долг/ЕБИТДА» до 2.4-2.9x, что при нынешних 3.1x (на конец 2010) видится нам вполне реальным. В таком случае мы считаем вероятным и повышение рейтингов Евраз до категории double-B.



По результатам завершившегося 2010 года мы сохраняем нашу высокую оценку кредитного качества Евраза, а потому считаем, что его рублевые облигации имеют потенциал к росту. В силу чересчур узких спредов в металлургическом секторе, возможно снижение доходности длинных выпусков **ЕвразХФ-2, 4**. Еврооблигации Евраза торгуются вплотную к бумагам Северстали и Алросы, а потому мы не видим дальнейшего потенциала роста их стоимости.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЕВРАЗА

МСФО, USD млрд.	2007	2008	2009*	2010
Выручка	12.9	20.4	9.8	13.4
ЕБИТДА	4.3	6.2	1.2	2.3
Чистая прибыль	2.2	1.9	-0.3	0.5
Чистый операционный денежный поток	3.0	4.0	1.1	1.1
Капвложения и приобретение ДЗО	5.9	3.0	-0.1	0.8
Свободный денежный поток	2.3	2.9	0.7	0.2
Совокупный долг в т.ч.	6.8	10.0	8.0	7.9
Краткосрочный долг	2.1	3.9	2.0	0.7
Денежные средства и эквиваленты	0.3	0.9	0.7	0.7
Активы	18.6	19.5	17.0	17.6
Показатели				
ЕБИТДА margin (%)	33.5%	30.4%	12.3%	17.1%
ЕБИТДА/проценты (x)	10.5	9.4	1.8	3.1
Долг/ЕБИТДА (x)	1.6	1.6	6.7	3.4
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	1.5	1.5	6.1	3.1
Долг/Собственный капитал (x)	1.1	2.0	1.5	1.3

* показатели были пересмотрены. В 2009 году компания перешла на метод отражения большинства основных средств по справедливой стоимости, а не по исторической. Начиная с данной отчетности Евраз решил вернуться к прежнему методу, чтобы показатели были сравнимы с цифрами конкурентов
Источник: данные компании, НБ «Траст»

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



Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон, %	Лет до погашения/оферта	УТМ / УТР, %
ТКБ-2	1800	8.15	5 / 2	NA / 8.32
СистемаАФК-4	19500	7.65	5	7.8
Группа ЛСР-3бо	2000	9.5	3	9.73
МДМ Банк-2бо	5000	8.15	3	8.32
БНП ПАРИБА-1	2000	7.7	3	7.85
Почта России-1	7000	8.25	5 / 3	NA / 8.42
ОТП Банк-2	2500	8.25	3	8.42
ЮТЭйр-Финанс-4бо	1500	9	3	9.31
ЮТЭйр-Финанс-5бо	1500	9	3	9.31
Внешэкономбанк-9	15000	7.9	10 / 5	NA / 8.06

Налоговые выплаты

Дата	Налог
15 апреля	Страховые взносы во внебюджетные фонды
20 апреля	НДС
25 апреля	НДПИ и акцизы
28 апреля	Налог на прибыль

Ближайшие выпуски

Ориентир. Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/оферта
04 апр 11	Волга-Спорт-1	1400	TBD	11
05 апр 11	АИЖК-18	7000	TBD	12 / 5
12 апр 11	Иркутскэнерго-1бо	3000	TBD	3
14 апр 11	Первобанк-2бо	1500	TBD	3

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/ Погашение
4 апр 11	МБРР-2	3,000	8.5	7	28 мар 13
6 апр 11	КВАРТ	250	12	12	5 окт 11
8 апр 11	Фармпрепарат	23	12	12	8 июл 11
11 апр 11	Зенит Банк-1бо	5,000	7.9	7.1	4 апр 12
15 апр 11	Новопластуновское	23	12		14 окт 11
18 апр 11	Артел-2	1,000	12		
19 апр 11	Тензор-1бо	300	12		
22 апр 11	Минплита Финанс	500	20		22 апр 11
22 апр 11	Объед. Кондитеры-2	3,000	15		
25 апр 11	Газпром нефть-4	10,000	16.7		
25 апр 11	Мой Банк-5	5,000	12.96		
25 апр 11	МосСельПром-2	1,500	14		
26 апр 11	Каспийская энергия	1,000	15.8		
26 апр 11	ПромТрактор-3	5,000	18	18	1 авг 11
26 апр 11	ЧТПЗ-3	8,000	8		
27 апр 11	Разгуляй Фин.-5	2,000	0	0	17 июл 11
29 апр 11	Первобанк-1бо	1,500	10		

Источники: ТРАСТ, официальная информация компаний и организаторов



КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ГЛАВА ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь Потапов

+7 (495) 647-90-44

ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

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.