

**ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ**

- Устойчивость **UST** на фоне покупок на рынке акций США поражает, ждем продаж в UST по итогам пресс-конференции **Б. Бернанке**
- РФ и Беларусь** могут согласовать условия кредита в течение 3 недель; сохраняем прогноз по госбюджетам Беларуси, несмотря на резкие изменения в валютной политике Минска
- Итоги торгов по еврооблигациям:** инвесторы вновь были неактивны; слабое снижение котировок в корпоративном сегменте и затишье – в суверенном
- Российский долговой рынок:** вероятен небольшой рост котировок, но активность в ожидании заявлений ФРС сохранится низкой ([стр. 2-3](#))
- Планируемый евробонд **ММК** может быть конвертируемым в акции австралийской железорудной компании Fortescue с целью снижения ставки

**ВНУТРЕННИЙ РЫНОК**

- Ликвидности** вновь прибыло, незначительный рост в ставках денежного рынка в преддверии уплаты налога на прибыль
- Продолжение укрепления **рубля** – к фактору налоговых выплат добавился положительный внешний фон
- Рублевый долг** – пониженная активность на вторичке сохраняется, по аукциону **ОФЗ 26204** существенной премии к рынку озвученные Минфином ориентиры не предполагают
- Кредит Европа Банк** закрыл книгу на покупку облигаций; не ожидаем опережающего рынок роста котировок бумаг ([стр. 4](#))

**ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ**

- Татнефть:** масштабная инвестпрограмма продолжит оказывать давление на денежные потоки компании; кредитный профиль по итогам 2010 года стабильный; облигации перекуплены
- Рейтинговые действия от Fitch в отношении **казахстанских банков**; советуем обратить внимание на субординированные выпуски Казкоммерцбанка
- КазакГолд:** даже улучшение операционных показателей и рост цен на золото не исправили стрессовое состояние компании; евробонды остаются под давлением ([стр. 5-8](#))
- Единственный рейтинг **НЛМК** инвестиционного уровня – от S&P – подтвержден, несмотря на консолидацию активов европейской SIF. Таким образом, отпало основное негативное влияние сделки на бонды НЛМК

**ТОРГОВЫЕ ИДЕИ**

- Евробонды **Номос-Банка** интересны при премии к выпускам **Альфа-Банк** на уровне 120-170 бп; мы видим потенциал сужения спредов до 70-80 бп
- Еврооблигации **Сбербанка** очень привлекательны как альтернатива суверенным выпускам: покупать спред **Sberbank 15 – Russia 15** в размере 80-90 бп против **Sberbank 17 – Russia 30** в 30 бп

**СЕГОДНЯ**

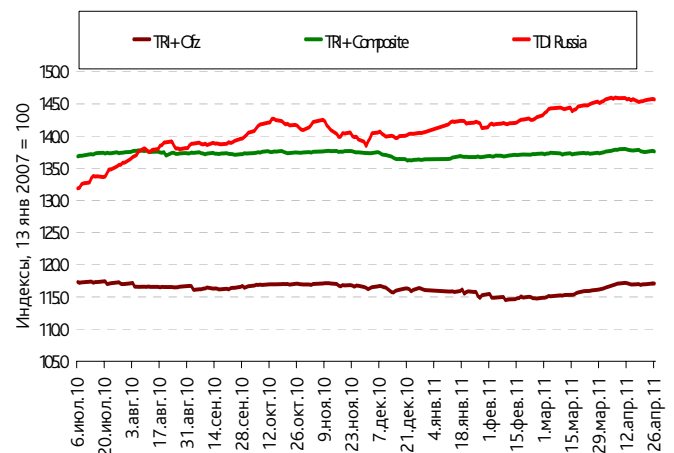
- Решение **ФРС** по ставке, пресс-конференция **Б. Бернанке**
- Статистика **США:** заказы на товары длительного пользования, коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов

**КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ**

	Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↑ 187.00	5.00	14.00	-12.00
EMBI+ spread	↑ 272.57	3.59	9.31	31.44
Russia 30 Price	↓ 116.25	-0	- 1/8	+ 5/8
Russia 30 Spread	↑ 139.20	+3.20	+14.30	-9.30
Russia 5Y CDS	↓ 130.22	-0.20	+0.80	-16.28
UST 10y Yield	↓ 3.327	-0.03	-0.16	-0.01
BUND 10y Yield	↓ 3.247	-0.01	-0.08	+0.33
UST 10y/2y Yield	↓ 267.4	-5	+1	-6
Mexico 33 Spread	↓ 232	-1	+7	+1
Brazil 40 Spread	↓ 125	-2	-9	+175
Turkey 34 Spread	↓ 283	-0	-8	+26
ОФЗ 26199	↑ 5.21	+0.04	-0.06	-1.03
Москва 50	↓ 4.95	-0.04	-0.21	-0.94
Мособласть 8	↑ 7.19	+0.08	-0.48	-1.34
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	0.00
MTC 3	↓ 7.25	-0.00	+0.25	-0.21
Руб / \$	↓ 27.896	-0.043	-0.515	-2.454
\$ / EUR	↑ 1.464	+0.006	+0.053	+0.129
Руб / EUR	↓ 40.584	-0.161	0.655	0.096
NDF 1 год	↓ 4.120	-0.030	-0.100	-0.580
RUR Overnight	↑ 3.30	+0.3	+0.6	
Корчета	↓ 513.4	-90.50	+13.10	-374.90
Депозиты в ЦБ	↓ 501.2	-55.00	-15.90	-68.40
Сальдо опер. ЦБ	↓ 224.20	-54.60	-69.60	+288.00
RTS Index	↑ 2040.45	+0.21%	+0.76%	+15.12%
Dow Jones Index	↑ 12595.37	+0.93%	+2.58%	+7.92%
Nasdaq	↑ 2847.54	+0.77%	+3.29%	+5.80%
Золото	↑ 1507.73	+0.69%	+6.55%	+6.57%
Нефть Urals	↑ 120.24	+0.35%	+8.25%	+30.41%

**TRUST Bond Indices**

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↓ 254.39	-0.04	2.51	8.82
TRIP Composite	↓ 236.19	-0.15	0.51	2.00
TRIP OFZ	↓ 186.00	0.00	1.46	1.99
TDI Russia	↓ 228.35	-0.09	0.91	6.10
TDI Ukraine	↓ 230.23	-0.06	3.10	7.93
TDI Kazakhs	↓ 188.02	-0.11	1.37	6.15
TDI Banks	↓ 227.75	-0.03	1.12	6.98
TDI Corp	↓ 241.73	-0.23	0.87	7.04

**TRUST Dollar and Ruble Bond Indices**




## ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

### Устойчивость UST на фоне покупок на рынке акций США поражает, ждем продаж в UST по итогам пресс-конференции Б. Бернанке

По правде говоря, мы весьма удивлены отсутствием продаж в UST при том результате, который вчера продемонстрировал рынок акций США – S&P500 вырос на 0.9% с закрытием около 1,350 пунктов. Хотя данный индекс и забирался выше 1,340 во второй половине февраля, вчерашнее закрытие соответствует уровням июня 2008 года. При этом доходность **UST10** остается чуть выше 3.30%.

Вчерашние покупки на рынке акций заставляют нас думать, что рынок не ждет ничего существенного от пресс-конференции Б. Бернанке (сегодня в 22.15 МСК). Вчера мы выражали мнение о том, что сегодня глава ФРС может заговорить о «жизни после QE2» – вполне вероятно, но может опустить эту тему и вернуться к ней ближе к заседанию 21-22 июня. Чего мы точно не ждем – это возможности досрочного завершения QE2, повышения краткосрочных ставок (последнее вообще видится фантастической историей – подробнее см. [Стратегию-2011](#)), ну а в целом – быстрого сворачивания стимулирующей политики. В принципе, рынкам этого достаточно для продолжения жизни в существующем ритме, который будет сводиться к их вялотекущему движению в отсутствие экстраординарных факторов для роста или падения.

Говоря об UST, отметим сильные итоги вчерашнего аукциона **UST2** (предложение – USD35 млрд.). Переспрос составил 3.06x, максимальная доходность 0.673% – по соответствующей ей цене было размещено около 80% объема бумаг. На закрытие основных американских торгов доходность **UST2** составляла 0.61%, а с утра мы видим ее заметный рост – до 0.65%. Сегодня состоится аукцион **UST5** (USD35 млрд.) – по причине запланированной пресс-конференции после заседания регулятора его результаты будут обнародованы в 19:30 МСК вместо традиционных 21:00 МСК. Пресс-релиз ФРС по итогам заседания будет опубликован в 20:30 МСК.

В части **UST10** полагаем, что участники «перезаложили» ожидания сегодняшнего выступления Б. Бернанке в цены. На имевших место сильных покупках в рискованных активах (S&P500) мы ожидаем увидеть рост доходностей в **UST10** по итогам пресс-конференции главы ФРС (продажи в которой, вероятно, актуализируются уже накануне) с достижением 3.40-3.45% против текущей 3.31%.

### РФ и Беларусь могут согласовать условия кредита в течение 3 недель; сохраняем прогноз по госбюджетам Беларуси, несмотря на резкие изменения в валютной политике Минска

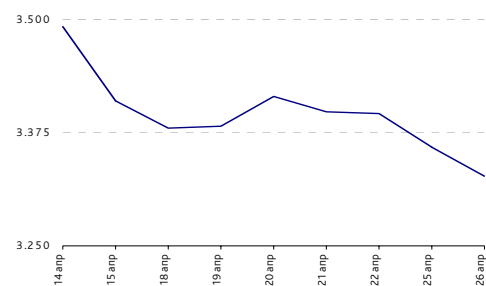
Накануне Москва и Минск заявили о вероятных сроках согласования стабилизационного кредита. По мнению белорусского Минфина, решение может быть принято уже на следующей неделе, в то время как в российском ведомстве на окончательное согласование параметров кредита отвели около трех недель.

Как мы отмечали в специальном обзоре [«Беларусь и Украина: такие разные соседи»](#) от 22 апреля, кредиты от РФ и антикризисного фонда ЕврАзЭС поступят в Минск, по нашим ожиданиям, уже в течение месяца. Тем не менее мы по-прежнему считаем важным не столько сам факт оказания поддержки, т.е. уже решенный вопрос, сколько те меры с белорусской стороны, которыми будет обусловлено выделение средств.

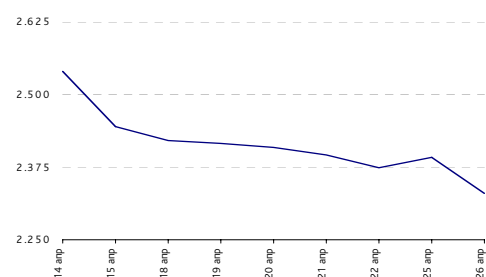
В этом свете вчерашние заявления Минска об отказе от проведения альтернативных торгов на валютной бирже всего неделю (!) спустя после того, как это решение было впервые озвучено, представляется нам достаточно опасным сигналом. Помимо того, что подобные колебания в экономической политике явно не будут способствовать нормализации финансовой ситуации в стране, они фактически противоречат позиции российской стороны, которая заявляла о необходимости повышения гибкости валютной политики Минска, т.е. по сути – об относительной либерализации курса белорусского рубля.

Мы считаем, что российским властям удастся убедить Беларусь в необходимости принятия серьезных мер как в экономике в целом (Минск уже объявил о намерении снизить расходы бюджета в 2011 г. на 4%), так и на валютном рынке в частности. Мы также сохраняем наш прогноз по белорусским госбюджетам и ждем снижения доходностей по ним до 9.00-9.50% на горизонте ближайших двух месяцев.

US Treasuries 10 Year (YTM)



Brazil 40 (YTM)





## Итоги торгов по еврооблигациям: инвесторы вновь были неактивны; слабое снижение котировок в корпоративном сегменте и затишье – в суверенном

Низкая активность инвесторов продолжает оставаться характерной чертой последних нескольких торговых сессий на российском рынке еврооблигаций, и вторник не стал исключением. Участники рынка предпочли занять выжидательную позицию в преддверии решения ФРС по ставке и пресс-конференции Б. Бернанке.

В итоге в нефтегазовом секторе наблюдалось преимущественно снижение котировок. Просадка была, в частности, отмечена по выпускам **TNK 18** и **TNK 20** (-20 бп), в то время как длинные бумаги Газпрома подросли в цене на 25 бп. Во втором эшелоне рост стоимости в пределах 10 бп показали евробонды Совкомфлота и ВымпелКома, а бумаги МТС и РЖД, напротив, подешевели в среднем на 15 бп. В банковском секторе наблюдалось почти полное затишье.

Суверенные выпуски, за исключением рублевого, пережили вторник фактически без изменений. Стоимость **Russia 30** сохранилась на уровне 116.25% от номинала. Спред **Russia 30 - UST10**, в свою очередь, приблизился к 140 бп. Рублевый евробонд РФ не смог удержаться на достигнутом дне ранее максимуме и откатился в терминах цены на 30 бп – до 105.85% от номинала.

### Российский долговой рынок: вероятен небольшой рост котировок, но активность в ожидании заявлений ФРС сохранится низкой

Российский долговой рынок в среду вряд ли удивит нас высокой активностью – впереди итоги заседания ФРС и выступление Б. Бернанке. Тем не менее определенного повышения котировок мы все же можем ожидать, учитывая нейтральный новостной фон и в целом позитивную динамику рыночных индикаторов.

Цены на нефть в среду восстанавливаются – за бочку Brent дают на USD1 больше, чем накануне, - около USD124. Фьючерсы на американские фондовые индексы растут (S&P500 +0.16%). Торговые площадки Азии также в плюсе – участники торгов обратили большее внимание на повышение уровня потребительского доверия в США, нежели чем на пересмотр прогноза по рейтингу Японии по версии S&P. Долговые проблемы Европы, обострившиеся вчера после публикации данных по уровню госдолга и дефицита бюджета за 2010 г. для стран ЕС, вероятно, вновь не выйдут за свои территориальные рамки.

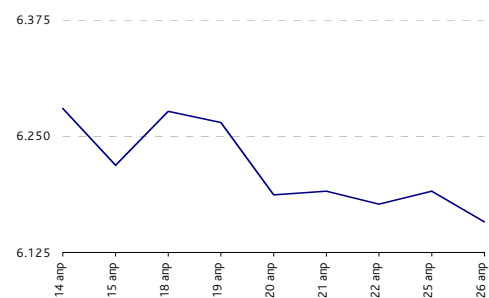
*Алексей Тодоров, [aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)*

☎ 647-23-62

*Роман Дзугаев, [roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)*

☎ 647-23-64

Turkey 34 (YTM)





## ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

### Ликвидности вновь прибыло, незначительной рост в ставках денежного рынка в преддверии уплаты налога на прибыль

После снижения по итогам понедельника ликвидность вчера вновь начала прибывать – на начало дня в среду чистый запас ликвидности составляет RUB1.29 трлн. (+RUB49.2 млрд.). Рост ее определился увеличением остатков банков на счетах высоколиквидных активов в ЦБ – при снижении средств на депозитных счетах на RUB26.3 млрд. (до RUB474.9 млрд.) остатки на корсчетах выросли до RUB588.5 млрд. (+RUB75.1 млрд.).

Привлечение денег банками в рамках вчерашнего аукциона Минфина по размещению бюджетных средств на депозиты на срок 7.5 месяцев оказалось незначительным – из предложенных RUB30 млрд. ведомству удалось разместить лишь RUB3.21 млрд. (средневзвешенная ставка – 4.65%).

В преддверии завтрашних расчетов по налогу на прибыль (RUB210-230 млрд.) несколько подросли ставки денежного рынка. На рынке МБК на конец дня однодневное фондирование стоило порядка 3.10%, более заметно выросла стоимость привлечения средств овернайт в рамках междилерского РЕПО под залог ОФЗ – на конец вторника порядка 3.70-3.71% против 3.56-3.57% в понедельник.

### Продолжение укрепления рубля – к фактору налоговых выплат добавился положительный внешний фон

По итогам вчерашних торгов цена бивалютной корзины практически не изменилась в сравнении с понедельником (-1 коп. до RUB33.61). Вместе с тем на сегодняшних торгах рубль показывает заметное укрепление к корзине (текущие котировки которой находятся в пределах RUB33.54-33.55). Основным стимулом для покупок в рублях, видимо, следует рассматривать положительную динамику внешних факторов.

### Рублевый долг – пониженная активность на вторичке сохраняется, по аукциону ОФЗ 26204 существенной премии к рынку озвученные Минфином ориентиры не предполагают

Затишье на вторичном рынке продолжается. В сегменте госбумаг преобладающий традиционный со второй половины прошлой недели интерес рынка остался в ближнем конце суверенной кривой, а именно – в **ОФЗ 25076** (-2 бп) и **ОФЗ 25068** (-1 бп). Вчера к ним добавился более короткий выпуск **ОФЗ 25078** (-6 бп).

Обнародованные Минфином ориентиры доходности по сегодняшнему аукциону **ОФЗ 26204** находятся в диапазоне 7.65-7.75%. О премии к вторичному рынку говорить приходится лишь условно – последние сделки вчера шли по ценам, соответствующим YTW 7.74%.

В первом эшелоне вчера сохранилась активность в **Газпром нефть-4** (+15 бп). Из ликвидных выпусков вчера выросли обороты в **РЖД-12** (+2 бп) и **РЖД-14** (без изменений к предыдущему дню в терминах средневзвешенной цены). Во втором эшелоне более или менее существенный объем сделок вновь присутствовал в **АФК Система-4** (-4 бп) и **МТС-5** (-7 бп).

### Кредит Европа Банк (ВаЗ/НР/ВВ-) закрыл книгу на покупку облигаций; не ожидаем опережающего рынок роста котировок бумаг

В понедельник Кредит Европа Банк закрыл книгу на покупку биржевых облигаций 1-й серии на сумму RUB5 млрд. Купон был определен на уровне 8.10%. Напомним, что в ходе маркетинга ориентировочный диапазон по купону был понижен до 8.00-8.25%. Техническое размещение бумаг состоится сегодня.

Установленные параметры выпуска обеспечивают доходность YTM 8.26% к погашению через 3 года, что, на наш взгляд, не предполагает опережающего рынок роста котировок на вторичном рынке. Параметры бумаг обеспечивают премию к облигациям ОТП-Банка на уровне 20 бп, и мы не рассчитываем на сужение спреда, оценивая справедливое значение в 30-40 бп.

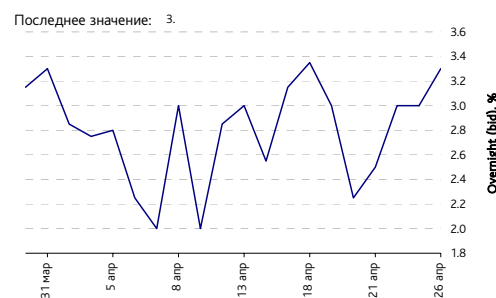
Юлия Сафарбакова, [yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)

☎ 647-23-59

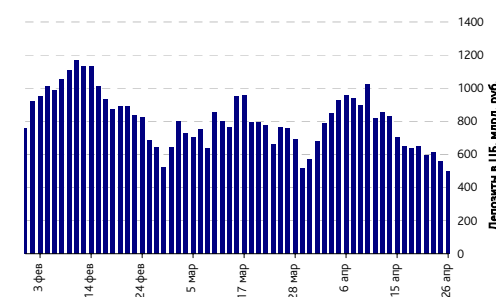
Роман Дзугаев, [roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)

☎ 647-23-64

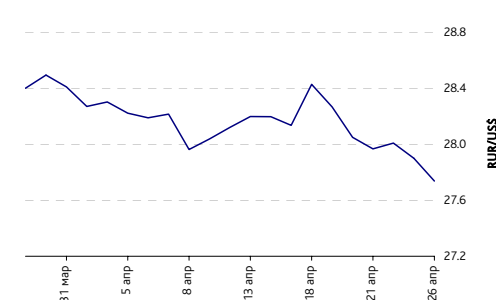
### Ставка overnight (максимум, bid)



### Депозиты в ЦБ РФ



### Курс рубль/доллар





## ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

### НЕФТЬ И ГАЗ

**Татнефть (Ba2/WR/BB): масштабная инвестпрограмма продолжит оказывать давление на денежные потоки компании; кредитный профиль по итогам 2010 года стабильный; облигации перекуплены**

#### КОММЕНТАРИЙ

В представленной вчера финансовой отчетности по МСФО за 2010 год Татнефть отразила такие тенденции своей деятельности, как стагнирующая добыча при растущих ценах на нефть, а также прирост долговых заимствований на реализацию крупного инвестпроекта – нефтеперерабатывающего завода ТАНЕКО. Результаты 4К 2010 оказались несколько лучше, однако реального улучшения показателей P&L и денежных потоков мы ждем не раньше 2К 2011 года, когда начнется промышленное производство на НПЗ. В целом же кредитное качество Татнефти, на наш взгляд, пока не подвержено существенным рискам.

В 2010 году добыча компании осталась на прошлогоднем уровне в 26 млн. тонн нефти, что связано в основном с истощением крупнейшего месторождения Татнефти – Ромашкинского. В операционном смысле риски необходимости замещения добычи на нем остаются, на наш взгляд, наибольшими для компании.

Позитивная внешняя конъюнктура позволяет увеличивать выручку (см. таблицу), однако соразмерный рост налоговой нагрузки нейтрализовал положительный эффект и в результате рентабельность по EBITDA даже сократилась. Квартальная EBITDA все-таки выросла в 4К 2010 по сравнению с предыдущим, однако все еще ниже уровня середины 2009 года.

Мы ожидаем существенного улучшения финансовых показателей компании в 2011 году за счет завершения строительства первой очереди крупного НПЗ – ТАНЕКО – в конце прошлого года. Полноценное производство (переработка до 7 млн. тонн нефти в год) должно начаться уже в этом году. Отметим его стратегическую важность не только для Татарстана, но и для России – федеральные чиновники уже обещали оказать компенсирующую поддержку от выпадающих доходов из-за выравнивания экспортных ставок на темные и светлые нефтепродукты.

Негативная тенденция в денежных потоках сохраняется как в годовой отчетности, так и в квартальной: операционная деятельность генерирует стабильный поток, который существенно перекрывается затратами на инвестпрограмму, в основном, строительство ТАНЕКО. Необходимость финансировать этот разрыв увеличила совокупный долг Татнефти за 2010 год на RUB21 млрд. и мы считаем, что это продолжится и в нынешнем году.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТАТНЕФТИ

US GAAP, RUB млрд.	2007	2008	2009	2010
Выручка	356	444	381	468
EBITDA	75	50	85	80
Чистая прибыль	44	9	57	51
Чистый операционный денежный поток	48	48	67	56
Капитальные вложения	34	60	89	78
Свободный денежный поток	14	(13)	(23)	(22)
Совокупный долг в т.ч.	14	51	88	109
<i>Краткосрочный долг</i>	5	6	71	34
Денежные средства и эквиваленты	13	13	13	8
Активы	370	393	496	567
<b>Показатели</b>				
EBITDA margin	21.0%	11.3%	22.3%	17.1%
EBITDA/проценты* (x)	1,245	87	135	165
Долг/EBITDA (x)	0.2	1.0	1.0	1.4
Чистый долг/EBITDA (x)	0.0	0.8	0.9	1.3
Долг/Собственный капитал (x)	0.1	0.2	0.3	0.3

\* Татнефть капитализирует существенную часть процентов по долгу, не раскрывая их объемы. За счет этого адекватный размер показателя оценить затруднительно

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Представители компании заявляли о том, что изучают возможность привлечения средств ЕБРР, однако мы по-прежнему считаем, что рынок облигаций – вероятная



альтернатива банковскому финансированию. Рыночная конъюнктура сейчас благоприятна для нефтяных компаний, особенно для Татнефти, доходность бондов которой стабильно находится на уровне Газпрома. Мы ожидаем существенного предложения бондов Татнефти в ближайшие два года.

С инвестиционной точки зрения к бондам Татнефти мы относимся нейтрально: на наш взгляд, сейчас они перекуплены.

Сергей Гончаров, [sergey.goncharov@trust.ru](mailto:sergey.goncharov@trust.ru)  
☎ 786-23-48

## **БАНКИ И ФИНАНСЫ**

### **Рейтинговые действия от Fitch в отношении казахстанских банков; советуем обратить внимание на субординированные выпуски Казкоммерцбанка**

*Вчера рейтинговое агентство Fitch повысило рейтинг Казахстанскому Халык Банку на одну ступень до «BB-», установив «стабильный» прогноз по рейтингу. На прежнем уровне были также подтверждены рейтинги АТФ Банка, Казкоммерцбанка (ККБ) и Банка «ЦентрКредит» (БЦК). В качестве основных предпосылок аналитики отмечают:*

- *ожидаемое улучшение кредитоспособности заемщиков ввиду улучшения макроэкономических показателей и реализации ряда государственных программ;*
- *замедление роста просроченных кредитов и возобновление роста кредитного портфеля;*
- *сильную позицию ликвидности банков и снижение долговой нагрузки.*

*Позитивное рейтинговое действие в отношении Халык Банка, как кредитной организации с наибольшим потенциалом поддержки со стороны государства, продиктовано способностью абсорбировать банком убытки, сбалансированной структурой фондирования и более высокими показателями прибыльности относительно других представителей сектора.*

*Уровень проблемных активов в банковском секторе еще высок, что ограничивает улучшение рейтингов большинства банков. При этом аналитики не ожидают существенного снижения просроченных кредитов в краткосрочной перспективе.*

*Дополнительными ограничивающими факторами в улучшении рейтинга Казкоммерцбанка выступают потребность в рекапитализации и менее высокий потенциал господдержки. К слабым сторонам БЦК аналитики относят низкие показатели маржинальности бизнеса и высокую вероятность начислений резервов в дальнейшем, что негативно скажется на показателях прибыльности банка.*

## **КОММЕНТАРИЙ**

Мы согласны с рейтинговыми действиями агентства и считаем закономерным повышение кредитного рейтинга Халык Банка, поскольку умеренно позитивно оцениваем его финансовые итоги за 2010 год по МСФО (см. Навигатор долгового рынка от 15 марта 2011 г.).

В свою очередь отметим, что, несмотря на позитивную динамику основных параметров кредитования казахстанскими банками во 2П 2010 года, 1К 2011 стал для них менее успешным. Так, совокупный кредитный портфель (без учета реструктурированных банков) увеличился только на 0.8% за квартал (+1.7% в 4К 2010). У основных игроков наблюдалось снижение объема кредитов: -2.2% и -0.6% для ККБ и Халык Банка соответственно. При этом иностранные банки - АТФ Банк и БЦК - опередили рынок по темпам прироста кредитного портфеля (+0.9% и +3.9%).

Уровень просроченных кредитов в ссудных портфелях вышеуказанных банков в 2011 году также продолжил увеличиваться. Наибольший прирост доли NPLs показал ККБ: +4.2 п.п. за квартал до 23.5% против 0.2-1.0 п.п. у остальных кредитных организаций. Отметим, что наиболее слабым качеством кредитного портфеля по-прежнему обладает АТФ Банк, у которого доля просроченных кредитов достигла 32.2% на 01.04.11 (9.0% у БЦК и 16.5% у Халык Банка).

К еврооблигациям банков «Халык», АТФ и Банк «ЦентрКредит» мы относимся нейтрально. На наш взгляд, премия бумаг Халык Банка на уровне 120-130 бп к выпускам крепких государственных компаний республики справедливо отражает более высокие риски банковского сектора в стране.

Бумаги АТФ Банка на данный момент торгуются на одном уровне с главными



евробондами Казкоммерцбанка: меньшие масштабы бизнеса и большая доля NPLs у АТФ Банка компенсируется высоким потенциалом поддержки со стороны акционеров. В то же время негативные показатели прибыльности БЦК пока не позволяют говорить о сужении спредов бумаг к выпускам ККБ.

Из еврооблигаций Казкоммерцбанка мы советуем обратить внимание на субординированные выпуски с погашением в 2016 и 2017 гг. По обоим выпускам предполагаются колл-опционы летом текущего и следующего года соответственно. На наш взгляд, вероятность их исполнения мала, поскольку экономически невыгодна для ККБ. После опционов купон будет установлен на уровне UST 5Y + 525 бп, что соответствует 7.53% на данный момент против текущих значений по купонам 8.63/8.50%. При этом бумаги торгуются по ценам 88.3-87.5% от номинала, что предполагает премию к кривой основных выпусков банка на уровне 280-290 бп. Она видится нам явно завышенной. Мы считаем, что 100-150 бп вполне соответствуют более высоким рискам субординированного долга.

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

## МЕТАЛЛУРГИЯ

**КазакГолд (Fitch: WR): даже улучшение операционных показателей и рост цен на золото не исправили стрессовое состояние компании; евробонды остаются под давлением**

### КОММЕНТАРИЙ

По итогам 2010 года кредитное качество казахстанской золотодобывающей компании KazakhGold несколько улучшилось, однако остается все еще очень слабым. Как следует из данных опубликованной вчера отчетности по МСФО, компания после долгого перерыва вышла на уровень рентабельности, однако по-прежнему очень уязвима к внешним факторам. Мы не видим финансовой возможности расплатиться по еврооблигациям к моменту погашения в 2013 году, а потому помощь материнской ОАО «Полюс Золото» – единственный поддерживающий фактор.

С операционной точки зрения 2010 год оказался первым за последнее время, когда KazakhGold удалось заметно улучшить свое положение. За счет рекордного роста цен на золото компания сгенерировала первую существенную EBITDA за последние три года. Однако высокие процентные платежи полностью ее перекрыли и, как итог, компания получила убыток.

Убытки продолжают уводить капитал компании все ниже в отрицательную зону: на конец 2010 года он составляет –USD89 млн. И это с учетом выкупленных Полюс Золотом акций на USD100 млн. По сути, финансовая поддержка российского акционера (за полтора года было инвестировано USD140 млн. в компанию) – единственное средство к выживанию компании.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ KAZAKHGOLD

МСФО, USD млн.	2007	2008	2009	2010
Выручка	177	54	58	114
ЕБИТДА	75	-53	-22	29
Чистая прибыль	19	-257	-144	-57
Чистый операционный денежный поток	71	-186	-49	-44
Капитальные вложения	81	64	7	34
Свободный денежный поток	-9	-250	-56	-77
Совокупный долг в т.ч.	238	265	292	273
<i>Краткосрочный долг</i>	6	42	258	249
Денежные средства и эквиваленты	160	14	4	8
Активы	1,413	302	226	242
<b>Показатели</b>				
ЕБИТДА margin	42.3%	отр.	отр.	25.6%
ЕБИТДА/проценты (x)	4.3	отр.	отр.	0.9
Долг/ЕБИТДА (x)	3.2	отр.	отр.	9.4
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	1.0	отр.	отр.	9.1
Долг/Собственный капитал (x)	0.3	отр.	отр.	отр.

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Денежные потоки сильно отрицательны уже на операционном уровне в силу не только высоких процентных расходов, но и необходимости восстанавливать оборотный капитал.



Из-за столь уязвимого самостоятельного кредитного качества мы не видим каких-либо положительных перспектив у держателей еврооблигаций **KazakhGold 13** в случае, если текущая сделка между конфликтующими акционерами дойдет до конца. Напомним, Полюс Золото (владеют 65% компании) и семья Ассаубаевых (миноритарный пакет) договорились пару недель назад о разделе активов. В результате российские акционеры получат лишь юридическую «оболочку» - компанию с листингом на LSE, а Ассаубаевым достанутся все остальные активы компании, а также обязательства по евробондам.

Учитывая все вышесказанное, мы считаем справедливым расширение спреда **KazakhGold 13** по отношению к другим казахстанским корпоративным евробондам, а также российским выпускам металлургического сектора. Обе премии близки к 700 бп и тем самым отражают стрессовое состояние KazakhGold. В ближайшие месяцы мы не рекомендуем рассчитывать на изменение тенденции роста спредов.

*Сергей Гончаров, [sergey.goncharov@trust.ru](mailto:sergey.goncharov@trust.ru)*  
☎ 786-23-48



## Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон,%	Лет до погашения/ оферта	УТМ / УТР, %
Татфондбанк-26о	2000	8.75	3 / 1	NA / 8.94
Оборонпром-1	21091	8	9	8.16
РусГидро-1	10000	8	10 / 5	NA / 8.16
РусГидро-2	5000	8	10 / 5	NA / 8.16
ХКФБанк-16о	3000	6.65	3 / 1	NA / 6.36
ХКФБанк-36о	4000	7.9	3 / 2	NA / 8.12
ГСС-26о	3000	7.5	3 / 1	NA / 7.60
ГСС-36о	3000	8.25	3 / 2	NA / 8.40
Магнит-66о	5000	7.75	3	7.89
ТрансФин-М-26о	1250	8	3	8.16

## Налоговые выплаты

Дата	Налог
28 апреля	Налог на прибыль

## Ближайшие выпуски

Ориентир Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/ оферта
27 апр 11	КредитЕвропа-16о	5000	8.1	3
28 апр 11	Кузбассэнерго- Финанс-2	5000	TBD	10
28 апр 11	ГПБ-Ипотека Два-1	5507	TBD	30
28 апр 11	ГПБ-Ипотека Два-2	1553	TBD	30
29 апр 11	УБРИР-2	2000	TBD	3 / 1

## Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/ Погаш-е
29 апр 11	Первобанк-16о	1 500	10	8.1	25 апр 12
5 май 11	БИН Банк-2	1 000	10.5	8.85	28 окт 11
5 май 11	МКБ-5	2 000	8.5	7.4	25 апр 12
16 май 11	РосБанк -5	5 000	12	7.4	7 ноя 14
16 май 11	РосБанк-3	5 000	12	6.9	6 ноя 13
18 май 11	РЖД-09	15 000	0.1		
19 май 11	МТС-4	15 000	16.75		
20 май 11	Авангард Банк-3	1 500	9.25		
20 май 11	Белон-2	2 000	17	17	25 авг 11
24 май 11	АВТОВАЗ-4	5 000	0.1		
25 май 11	Домо	2 000	15		23 май 12
26 май 11	Разгуляй Фин.-4	3 000	17		
26 май 11	Талио Принцепс	500	17		

Источники: НБ «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](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. 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.