

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- **Греция** предупредила о возможности дефолта в случае неполучения очередного транша стабкредита; не верим в банкротство Афин, ждем расширения программы помощи
- Минск объявил о масштабной девальвации рубля; суверенные евробонды подчинились общему негативу, но могут подорожать по мере поступления кредита и проведения реформ в **Беларуси**
- **Итоги торгов по еврооблигациям:** «эхо» Европы больно ударило по котировкам корпоративных и суверенных выпусков
- **Российский долговой рынок:** небольшой подъем возможен, но европейская «периферия» продолжит довлеть над рынком
- **РСХБ** планирует разместить USD500 млн. субординированных еврооблигаций; считаем позитивным рефинансирование долга без потери для обеспеченности капиталом ([стр. 2-3](#))

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- **Денежный рынок** «взял паузу» перед налогами и аукционами ОФЗ и ОБР; ставки остаются повышенными
- Поддержка со стороны **аукционов Минфина** оказалась минимальной; избежать роста ставок не удастся
- **Рубль** подешевел на бегстве от риска; фактор налогов не компенсирует внешний негатив
- Основная торговая **активность** в понедельник в сегменте **ОФЗ** – продажи в ближней и средней частях суверенной кривой, средние по дюрации ОФЗ просели на 20 бп в цене
- **Мечел:** выпуск рублевых бондов не прекращается; новое размещение неинтересно
- **Кокс** выставил внеочередную оферту по облигациям; выплаты будут произведены за счет размещения новых бумаг; рекомендуем соглашаться на выкуп ([стр. 4-5](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- **Северсталь** может удвоить долг, чтобы профинансировать покупку Распадской; длинный евробонд отреагировал негативно; ждем подтверждения новостей о заимствованиях, чтобы понять как будут реагировать бумаги
- **ОАО «РусГидро»** одобрило целевую допэмиссию; процесс вхождения в капитал Иркутскэнерго и ЭС Востока стал более очевидным; нейтрально для кредитного качества
- **Банк «Петрокоммерц»** опубликовал слабые результаты за 2010 год; облигации не представляют интереса в силу ограниченной ликвидности ([стр. 6-8](#))
- По данным РБК Daily со ссылкой на арабский телеканал, **VimpelCom Ltd** видит возможность позитивного исхода ситуации с конфликтом вокруг алжирского оператора Djezzy. Возможен вариант, что Алжир станет миноритарным акционером компании, в то время как сама она будет консолидирована VimpelCom Ltd. На текущем этапе переговоров поводов для сужения спредов к МТС у евробондов компании нет

СЕГОДНЯ

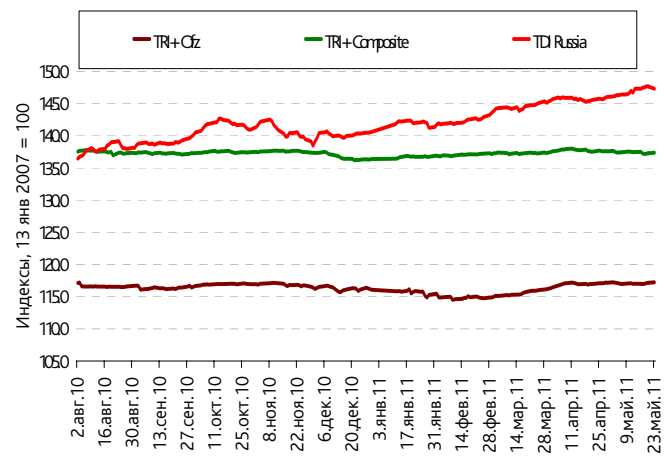
- Выступление ряда представителей **ФРС**
- Статистика **США:** продажи новостроек

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↑ 195.00	6.00	13.00	-4.00
EMBI+ spread	↑ 280.65	4.16	11.67	39.52
Russia 30 Price	↓ 116.90	- 3/8	+ 5/8	+1 2/8
Russia 30 Spread	↑ 147.50	+6.60	+11.50	-1.00
Russia 5Y CDS	↑ 141.30	+5.94	+10.88	-5.21
UST 10y Yield	↓ 3.12	-0.01	-0.24	-0.21
BUND 10y Yield	↓ 3.013	-0.04	-0.25	+0.09
UST 10y/2y Yield	↓ 260.3	-1	-12	-13
Mexico 33 Spread	↓ 228	-1	-6	-4
Brazil 40 Spread	↓ 97	-1	-30	+148
Turkey 34 Spread	↑ 302	+6	+19	+45
ОФЗ 26199	↔ 5.33	-	+0.16	-0.91
Москва 50	↔ 4.38	-	-0.61	-1.50
Мособласть 8	↔ 7.28	-	+0.17	-1.24
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	0.00
МТС 3	↔ 7.63	-	+0.38	+0.18
Руб / \$	↑ 28.342	+0.381	+0.402	-2.009
\$ / EUR	↓ 1.405	-0.010	-0.053	+0.070
Руб / EUR	↓ 39.812	-0.077	-0.933	-0.676
NDF 1 год	↑ 4.700	+0.080	+0.550	0.000
RUR Overnight	↑ 3.40	+0.4	+0.4	
Корсчета	↓ 718.6	-28.80	+114.70	-169.70
Депозиты в ЦБ	↓ 250.9	-52.80	-305.30	-318.70
Сальдо опер. ЦБ	↓ 179.00	-57.80	-99.80	+242.80
RTS Index	↓ 1767.52	-3.17%	-13.19%	-0.28%
Dow Jones Index	↓ 12381.26	-1.05%	-0.79%	+6.09%
Nasdaq	↓ 2758.90	-1.58%	-2.37%	+2.50%
Золото	↑ 1517.43	+0.39%	+1.34%	+7.25%
Нефть Urals	↓ 107.48	-2.57%	-10.30%	+16.57%

TRUST Bond Indices

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↑ 255.10	0.15	1.01	9.53
TRIP Composite	↑ 235.61	0.06	-0.49	1.43
TRIP OFZ	↑ 186.12	0.07	0.25	2.11
TDI Russia	↓ 231.41	-0.06	3.20	9.16
TDI Ukraine	↓ 233.00	-0.11	2.88	10.71
TDI Kazakhs	↓ 188.57	-0.05	0.60	6.69
TDI Banks	↑ 231.27	0.02	3.79	10.49
TDI Corp	↓ 244.50	-0.15	2.96	9.80

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices




ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Греция предупредила о возможности дефолта в случае неполучения очередного транша стабкредита; не верим в банкротство Афин, ждем расширения программы помощи

Греция может объявить дефолт в случае неполучения очередного транша стабкредита ЕС/МВФ в размере EUR12 млрд. С таким «пренеприятнейшим известием» выступил накануне министр финансов страны. Препятствием может послужить позиция МВФ, который не готов предоставлять Афинам средства до того, как появятся гарантии обеспеченности страны финансированием на 2012 г. со стороны ЕС.

Правительство Греции в понедельник приняло очередную программу сокращения бюджетного дефицита, подразумевающую дальнейшее снижение зарплат, повышение налогов, а также ускоренную приватизацию госактивов, за счет которой в 2011 г. планируется собрать до EUR5.5 млрд.

Реакция долговых рынков не заставила себя ждать – доходность 10-летних госбумаг Греции взлетела на 60 бп до 17.35% по итогам вчерашних торгов и достигает уже 17.81% во вторник с утра. Пятилетний страновой CDS-спред также значительно увеличился – на 86 бп до 1580 бп.

Несмотря на крайне негативные настроения на рынках и высокую уверенность его участников в дефолте Афин, мы по-прежнему считаем данный сценарий маловероятным, учитывая неминуемый «эффект домино» в еврозоне и последствия данного шага для банковского сектора валютного союза (ЕЦБ уже предупредил, что не сможет принимать греческие госбумаги в качестве обеспечения кредитов в случае дефолта). В нашем понимании европейские чиновники в ближайшее время представят рынкам новый пакет помощи Греции и выделят этой стране очередной транш из уже согласованной кредитной линии.

Минск объявил о масштабной девальвации рубля; суверенные евробонды подчинились общему негативу, но могут подорожать по мере поступления кредита и проведения реформ в Беларуси

Белорусские власти накануне провели беспрецедентную разовую девальвацию национальной валюты – курс белорусского рубля был понижен на 36% по отношению к доллару США – до BYR4.9 тыс. за доллар. В нашем понимании, либерализация курса нацвалюты является одним из условий предоставления Минску стабкредита ЕвразЭС, официальное решение по которому будет принято 4 июня. На межбанковском рынке курс белорусского рубля к доллару колебался в понедельник в пределах BYR4.6-4.9 тыс. за доллар.

Долговой рынок республики в понедельник находился под давлением, вызванным, скорее, внешним фоном и общим стремлением инвесторов избавиться от активов ЕМ, нежели новостью о девальвации. Стоимость выпусков **Belarus 15** и **Belarus 18** снизилась на 90 и 170 бп соответственно. Тем не менее мы по-прежнему делаем ставку на рост госбумаг Минска в краткосрочной перспективе по мере поступления в страну средств стабкредита и проведения структурных реформ, включая масштабную приватизацию.

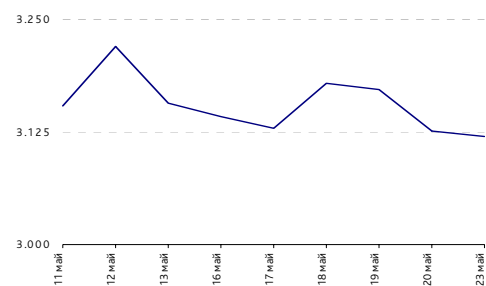
Итоги торгов по еврооблигациям: «эхо» Европы больно ударило по котировкам корпоративных и суверенных выпусков

Российский долговой рынок в понедельник показал крайне негативную динамику на фоне резкого обострения долговых проблем в Европе и последовавшим за этим снижением цен на сырьевые товары и бегством в качество.

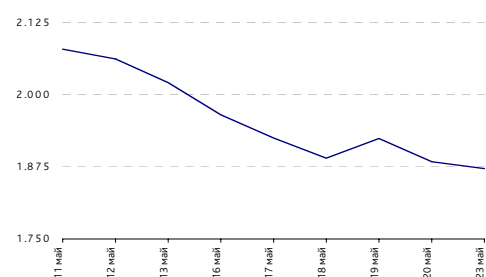
В нефтегазовом секторе инвесторы активно избавлялись от евробондов Новатэка, потерявших по итогам понедельника 45-60 бп. Под существенным давлением находились также длинные выпуски Газпрома и ТНК-ВР (-50 и -30 бп соответственно). Во втором эшелоне максимальная просадка наблюдалась по выпуску **Severstal 17**, подешевевшему более чем на «фигуру», а также по евробонду **Evraz 18N**, сбросившему в цене около 60 бп. Аналогичное снижение стоимости продемонстрировали длинные евробонды ВымпелКома, однако удешевление в выпусках МТС и Совкомфлота было менее заметным – около 30 бп. Из бумаг банковского сектора под ударом оказались долгосрочные евробонды Сбербанка (-20 бп), ВЭБа (-30 бп) и ВТБ (также -30 бп).

Суверенный сегмент рынка российских еврооблигаций также понес в понедельник серьезные потери. Индикативный выпуск **Russia 30** просел на 40 бп до 116.90% от номинала. Спред **Russia 30 – UST10** при этом расширился до 148 бп. В минусе завершил день также рублевый суверенный евробонд **Russia 18R**, снизившийся в цене на 50 бп.

US Treasuries 10 Year (YTM)



Brazil 40 (YTM)





Российский долговой рынок: небольшой подъем возможен, но европейская «периферия» продолжит довлеть над рынком

Долговые проблемы «периферийной» Европы, утянувшие мировые рынки вниз в понедельник, кажется, сохранят место на авансцене новостного фона и во вторник. Тем не менее умеренное повышение цен на нефть, в целом позитивный настрой на рынках Азии и рост фьючерсов на фондовые индексы США позволяет говорить о вероятности небольшого подъема котировок на открытии торгов во вторник. Влияние на ход торгов может оказать публикация в 18:00 МСК данных по продаже новостроек в США.

За баррель Brent с утра предлагают около USD110.6, что несколько выше уровня закрытия основных торгов в России накануне. Фьючерс на американский индекс S&P500 торгуется в плюсе на 0.23%.

РСХБ (Ваа1/NR/BVB) планирует разместить USD500 млн. субординированных еврооблигаций; считаем позитивным рефинансирование долга без потери для обеспеченности капиталом

По данным Интерфакс, РСХБ планирует выпустить до USD500 млн. субординированных еврооблигаций. Срок обращения составит 10 лет, также будет предусмотрено право досрочного погашения со стороны эмитента через 5 лет. Напомним, что ранее РСХБ объявил о реализации осенью текущего года колл-опциона по выпуску **RusAgr 16** (YTC 2.79%).

Ранее мы ошибочно предполагали, что РСХБ намеревался заместить субординированный долг «старшими» облигациями. Но, похоже, банк решил «выстрелить» из проверенной пушки: привлечь более дешевое рефинансирование и не подвергать достаточность капитала угрозе. Дело в том, что рост NPL на балансе банка пока не предполагает роспуск резервов, «съедающих» капитал. И самое главное, помимо дешевизны, неамортизационная структура новых субординированных еврооблигаций обеспечит лучшую капитальную структуру.

Купон по евробондам **RusAgr 16** установлен на уровне 6.97%, что существенно дороже рыночных котировок старших выпусков. На данный момент евробонды с погашением через 6 лет торгуются на уровне YTM 5.00-5.10%. На наш взгляд, для государственного банка премия за субординированный долг не должна превысить 70-100 бп, поэтому мы ожидаем увидеть доходность по новому выпуску еврооблигаций на уровне YTC 5.60-5.90%.

Алексей Тодоров, aleksey.todorov@trust.ru

☎ 647-23-62

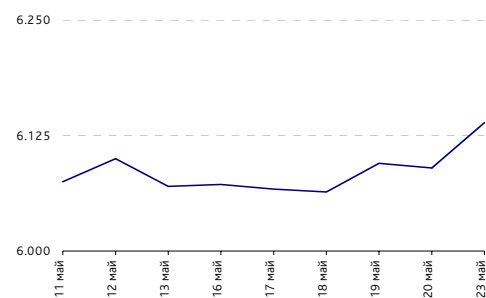
Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru

☎ 647-23-60

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru

☎ 647-23-59

Turkey 34 (YTM)





ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Денежный рынок «взял паузу» перед налогами и аукционами ОФЗ и ОБР; ставки остаются повышенными

Образовавшаяся «пауза» в связи с прошедшей в понедельник уплатой НДС и отсутствием вчера каких-либо аукционов, способных привести к изъятию ликвидности, позволила банкам немного поднакопить свои запасы и перебросить часть незадействованных пока средств на депозиты. Так, во вторник выведенные с [корсчетов](#) RUB14.8 млрд. (снижение до RUB703.8 млрд.) были вложены в [депозиты](#) с ЦБ, которые в итоге подросли даже несколько больше – на RUB40.7 млрд. (до RUB291.6 млрд.). Таким образом, суммарный объем средств на корсчетах и депозитах пока лишь немногим меньше RUB1 трлн. (RUB995.4 млрд.), а [чистый запас ликвидности](#) – RUB1.2 трлн., то есть пока еще не достиг того критического уровня, при котором дефицит ликвидности приводит к значительному удорожанию финансирования. Учитывая, что бюджет остается профицитным, мы полагаем, что причиной вчерашнего чистого притока ликвидности в RUB25.9 млрд., стали не столько бюджетные средства, сколько поступления с валютного рынка.

Однако на то, что, несмотря на приток бюджетных средств или выручки от продажи валюты, напряженность в платежной системе в целом ничуть не снизилась, указывает по-прежнему повышенный уровень ставок денежного рынка. Так, ставки [МБК](#) на 1 день днем торгуются в основном по 3.5-3.75%, а закрытие происходит по 3.3-3.5%, что на 25 бп превышает нынешнюю ставку овернайт по депозитам с ЦБ, а доналоговые уровни – на все 30-50 бп. Определенное неудобство испытывает и рынок междилерского РЕПО, где стоимость средств [под залог ОФЗ](#) и облигаций [1-го эшелона](#) хотя и откатилась вчера с 4.34-4.39% накануне в среднем до 4.1%, остается примерно на 30 бп выше наблюдаемых в начале месяца уровней.

Поддержка со стороны аукционов Минфина оказалась минимальной; избежать роста ставок не удастся

В ситуации локального дефицита ликвидности, на присутствие которого указывает повышенный уровень ставок, не может не удивлять не востребованность бюджетных средств на вчерашнем аукционе Минфина – спрос оказался небольшим, лишь 19% заявленного объема в RUB70.0 млрд. и был полностью удовлетворен, так что фактически размещение составило лишь RUB13.0 млрд. (зачисление сегодня). Такая сумма – «капля в море», учитывая, что уже сегодня банки начнут перечислять НДС и акцизы (RUB210-220 млрд., до 25 мая), а затем предстоит еще налог на прибыль (RUB180-210 млрд., до 30 мая). Возможно, параметры сегодняшнего аукциона Минфина окажутся более привлекательными, однако даже RUB70.0 млрд. дополнительной ликвидности едва ли сгладят последствия уже произошедшего удорожания фондирования.

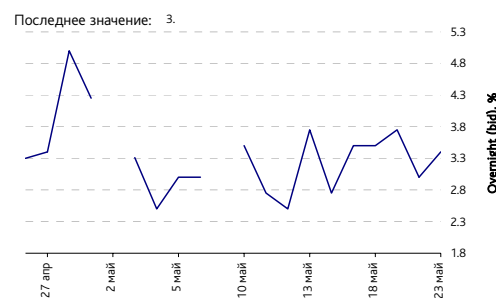
Даже принимая во внимание встречные поступления с валютного рынка, чистый отток ликвидности в связи с этими налогами составит, по нашим оценкам, не менее RUB200 млрд., то есть 50% от приходящихся до 30 мая налоговых платежей, что будет приводить к усилению давления на ставки денежного рынка, которые к концу месяца могут подрасти до 4.5-5.5% (подробнее см. специальный обзор «Начало тренда – ликвидность на убыль» от 18.05.11)

Рубль подешевел на бегстве от риска; фактор налогов не компенсирует внешний негатив

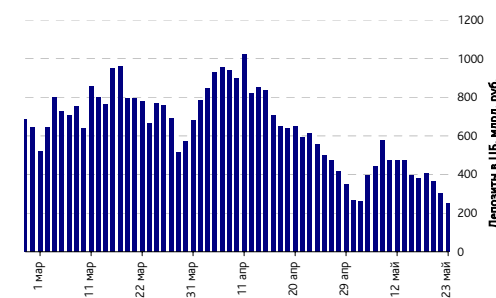
Открывшись на 13 копеек выше предыдущего закрытия – RUB33.51, цена бивалютной корзины стремительно подрастала на протяжении всего дня, достигнув отметки RUB33.66 на закрытие.

Вчерашнее ослабление рубля было прежде всего связано с общим ростом неприятия к риску на фоне нарастающего беспокойства относительно ситуации в еврозоне, дополненного некоторой коррекцией вниз нефтяных котировок. Необходимых под уплату НДС и акцизов (до 25 мая), а также налога на прибыль (до 30 мая) продаж валюты экспортерами – RUB210-220 млрд. и RUB180-210 млрд. соответственно, могло бы быть вполне достаточно, чтобы сдвинуть равновесие валютного рынка в сторону умеренного укрепления рубля. Тем не менее, учитывая, что более половины средств экспортеры, по нашим оценкам, конвертировали заблаговременно, позитивный фактор налогов будет актуален, вероятнее всего, сегодня и в пятницу, то есть накануне налоговых дат.

Ставка overnight (максимум, bid)



Депозиты в ЦБ РФ





Основная торговая активность в понедельник в сегменте ОФЗ – продажи в ближней и средней частях суверенной кривой, средние по дюрации ОФЗ просели на 20 бп в цене

Торги на рублевом рынке вчера сосредоточились в госбумагах как в наиболее ликвидном секторе рынка и прошли под знаком продаж в большинстве ликвидных выпусков. При значительном удешевлении рубля, потерявшего 22 коп. к бивалютной корзине на фоне «выноса» рискованных активов, держаться подальше от кнопки sell действительно было непросто.

В итоге во всех ликвидных выпусках короткого и среднего сегмента кривой ОФЗ наблюдались продажи на хороших объемах и большом числе сделок – собственно, то, что мы называем ликвидным рынком в той степени, в которой данное понятие применимо к рублевому долговому рынку. На дюрации чуть больше полутора лет (ОФЗ 25078) ценовое снижение к пятнице составило порядка 8 бп, в средней части кривой оно было заметно выше. В дюрации порядка 2.5 лет цены просели на 20-21 бп (в терминах ОФЗ 25076), аналогично – на 3.5-4.0 годах (ОФЗ 25075, ОФЗ 25077). 7-летний ОФЗ 26204 – наиболее ликвидный выпуск на торгах во вторник, также потерял 20 бп, последняя сделка прошла на 99.10% от номинала. В целом на таком достаточно слабом рынке решение Минфина размещать на завтрашнем аукционе 5-летний ОФЗ 25077 (RUB20 млрд.) в дополнение к плановым RUB20 млрд. 3-летнего ОФЗ 25076 выглядит несколько странным. Ориентиры доходности должны появиться сегодня. В русле заявления представителя ведомства на прошлой неделе о готовности Минфина предлагать более щедрые премии по длинным выпускам не стоит исключать, что нечто подобное при существующей конъюнктуре рынок увидит.

Активность за пределами сектора госбумаг была очень и очень невысокой. В первом эшелоне сделок объемом даже RUB0.5 млрд. отмечено не было. Около RUB400 млн. наторговали в АИЖК-19 (-5 бп по итогам дня), в целом в эшелоне, равно как и по рынку в целом, господствовали продажи. Второй эшелон также не радовал активностью – ликвидный рынок мы наблюдали лишь в МТС-4 (-16 бп по цене закрытия к пятнице) с дюрацией около 3 лет.

Мечел (Moody's: B1): выпуск рублевых бондов не прекращается; новое размещение неинтересно

Сегодня начинается сбор заявок на очередные два выпуска рублевых облигаций Мечела – 17 и 18 серии на RUB5 млрд. каждый. По 10-летним бумагам будет предложена 5-летняя оферта. Таким образом, выпуски станут самыми длинными из ныне обращающихся бумаг компании. Мы ожидаем, что как и все предыдущие выпуски Мечела, Мечел-17, 18 встретят большой спрос со стороны инвесторов. Справедливой мы видим ставку на уровне 8.80-9.00% годовых, однако скорее всего при размещении доходность составит около 8.50% - на уровне Евраз.

Мы считаем, что новые бумаги размещаются на финансирование значительной инвестпрограммы. Два других варианта – рефинансирование других долгов и покупка Распадской – менее вероятны.

Кокс (B2/B/NR) выставил внеочередную оферту по облигациям; выплаты будут произведены за счет размещения новых бумаг; рекомендуем соглашаться на выкуп

Сегодня с утра интегрированный производитель угля – Кокс – объявил внеочередную оферту на выкуп 1 июня своего единственного выпуска облигаций Кокс-2. Цена выкупа при этом составит 103.95% от номинала, что несколько выше рыночной цены накануне новости.

Мы рекомендуем инвесторам соглашаться на довольно щедрое предложение. Во-первых, бумаги имеют довольно низкую ликвидность, а потому продать их с премией к рыночной цене – удачная возможность для инвесторов. Во-вторых, неудавшееся IPO в начале 2011 года не смогло в результате увеличить привлекательность кредитного качества Кокса настолько, чтобы вызвать существенный спрос на его облигации.

Выплаты по бумагам будут профинансированы за счет нового выпуска: Кокс БО-2, об открытии книги на который было также объявлено сегодня. Объем выпуска – RUB5 млрд. Других деталей пока нет.

Курс рубль/доллар



Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru ☎ 786-23-48
Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru ☎ 789-35-94
Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru ☎ 647-23-64



ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

МЕТАЛЛУРГИЯ

Северсталь (Ba3/BB-/BB-) может удвоить долг, чтобы профинансировать покупку Распадской; длинный евробонд отреагировал негативно; ждем подтверждения новостей о заимствованиях, чтобы понять как будут реагировать бумаги

Сегодня российские СМИ сообщают о том, что Северсталь может занять до USD5 млрд. По сообщению источников (не имеющих к компании отношения), средства могут пойти на покупку контрольного пакета Распадской. Кроме того, остаток привлекаемых средств может быть направлен на рефинансирование краткосрочного долга.

КОММЕНТАРИЙ

Напомним, что в Навигаторе долгового рынка от 19.05.2011 мы уже высказывали предположение о том, что Северсталь может профинансировать покупку Распадской (если таковая случится) полностью за счет выпуска нового долга. Таким образом, если остаток привлекаемых средств действительно будет направлен на рефинансирование долга, то консолидированные показатели «Долг/ЕБИТДА» и «Чистый долг/ЕБИТДА» составят 2.3x и 1.9x соответственно.

Мы считаем, что для кредитного качества Северстали такие уровни долговой нагрузки являются посильными и некритичными. Сдерживать более агрессивную политику заимствований будет существенная подушка денежных средств на балансе и крепкие финансовые результаты компании по сравнению с другими российскими сталепроизводителями.

В то же время нельзя не отметить и негативные моменты новых заимствований (в порядке очередности):

- Во-первых, привлечение новых USD5 млрд. потенциально может практически удвоить совокупный уровень долга Северстали – до USD11.1 млрд.
- Во-вторых, такое действие однозначно вызовет негативную реакцию рейтинговых агентств. Скорее всего, они вновь вернут рейтинг компании на уровни «B1/B+».
- В-третьих, это приведет к удорожанию нового долга Северстали. Мы оцениваем повышение потенциально доступных для компании доходностей на 20-40 бп по сравнению с нынешними для публичного долга. Впрочем, если сама сделка будет проведена в форме синдицированного кредита, вполне вероятно, что ставка окажется довольно низкой.

Евробонд **Severstal 17** упал за вчерашний день на 1 п.п. по цене и, вероятно, снизится еще в ближайшей перспективе. В дальнейшем динамика котировок будет зависеть от выходящих новостей. В случае подтверждения версий о привлечении большого долга доминировать будет негативная динамика.

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

ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА

ОАО «РусГидро» (Ba1/BB+/BB+) одобрило целевую допэмиссию; процесс вхождения в капитал Иркутскэнерго и ЭС Востока стал более очевидным; нейтрально для кредитного качества

Вчера РусГидро одобрило целевую допэмиссию 89 млрд. акций, которые планируется использовать в сделке с ИнтерРАО и Росимуществом. Техническое размещение акций состоится в августе 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Ранее компания «РусГидро» неоднократно заявляла о своих планах по вхождению в капитал Иркутскэнерго (NR), поэтому данная новость не стала сюрпризом для рынка. Допэмиссия несет целевой характер: около трети выпуска будет передано Интер РАО в обмен на 40% долю в Иркутскэнерго.

Отметим, что Иркутскэнерго не владеет плотинами, на которых она вырабатывает электроэнергию. Однако в планах РусГидро стоит получение этих плотин в собственность от государства. Таким образом, за счет формально безденежной сделки, которая не окажет негативного влияния на баланс РусГидро, компания



получит привлекательный с инвестиционной точки зрения актив, который впоследствии может быть обменен на крупный пакет акций самой Евросибэнерго.

Часть допэмиссии будет потрачена на приобретение государственного пакета в ЭС Востока (около 53%). Хотя сделка формально и будет нести безденежный характер, она потребует от РусГидро консолидации результатов деятельности приобретаемой компании, чьи показатели рентабельности и долговой нагрузки очевидно должны быть несколько хуже, чем у самой РусГидро. Это связано в первую очередь с тем, что большая часть выручки ЭС Востока приходится на регулируемые тарифы.

На наш взгляд, совокупно обе сделки будут иметь для РусГидро нейтральный характер: получение привлекательного и близкого по профилю актива (Иркутскэнерго) будет компенсировано вероятным ухудшением консолидированных финансовых показателей компании из-за присоединения более слабой с финансовой точки зрения ЭС Востока.

Рублевые долговые инструменты РусГидро остаются одними из наших фаворитов в отрасли: локальные бумаги, по нашему мнению, должны сузить спред к кривой ФСК до минимальных значений в среднесрочной перспективе, а рублевый евробонд при сохранении дисконта к локальным выпускам в размере около 50-60 бп может продемонстрировать курсовой рост на 2.0-2.5 п.п. Триггером такого роста станет повышение одного из рейтингов до инвестиционной категории.

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

БАНКИ И ФИНАНСЫ

Банк «Петрокоммерц» (ВаЗ/В+/NR) опубликовал слабые результаты за 2010 год; облигации не представляют интереса в силу ограниченной ликвидности

КОММЕНТАРИЙ

Вчера банк «Петрокоммерц» представил финансовую отчетность по МСФО за 2010 год. Итоги банка за год мы склонны считать негативными ввиду ухудшения качества активов, существенного давления на чистую процентную маржу и снижения операционной эффективности. К тому же кредитный портфель увеличивался медленнее рынка (+7.9% до RUB123.3 млрд.).

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ БАНКА «ПЕТРОКОММЕРЦ»

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	2010
Чистые процентные доходы	10.3	9.4	5.7
Чистые комиссионные доходы	1.9	1.9	1.7
Операционные доходы до резервов	12.2	17.8	9.2
Операционные расходы	-5.4	-5.2	-5.4
Отчисления в резервы	-4.3	-12.0	-3.4
Чистая прибыль	1.9	0.0	0.2
Денежные средства	50.0	48.3	26.9
Ценные бумаги	7.2	16.8	40.8
Кредитный портфель, гросс	131.1	114.3	123.3
Резервы	-7.9	-14.7	-17.7
Кредитный портфель, нетто	123.2	99.6	105.7
Средства кредитных организаций	19.8	7.3	18.4
Задолженность перед ЦБ	6.1	1.0	0.0
Средства клиентов	103.4	112.1	118.1
<i>в тч частых клиентов</i>	45.9	58.5	67.6
Долговые ценные бумаги размещенные	12.0	17.8	10.8
Субординированный долг	4.2	4.2	4.3
Прочие заемные средства	22.1	0.4	0.1
Собственный капитал	23.1	27.5	27.8
Активы	189.7	171.9	181.1
Показатели			
Доходность собственного капитала (ROAE)	9.1%	0.0%	0.8%
Доходность активов (ROAA)	1.0%	0.0%	0.1%
Расходы/доходы	44.7%	29.1%	58.2%
Чистая процентная маржа (NIM)	6.3%	5.8%	3.4%
NPLs (свыше 90 дней)/Кредиты	2.7%	11.8%	13.6%
Резервы/NPLs (x)	2.2	1.1	1.1
Достаточность капитала (TCAR)	18.5%	24.7%	21.2%

Источник: данные банка, НБ «Траст»



Основным негативным моментом является рост **доли просроченных кредитов**: на 1.8 п.п. за год до 13.6% от совокупного кредитного портфеля. Это является очень высоким для отрасли показателем, тем более при ориентации банка преимущественно на кредитование корпоративного сегмента (свыше 90% от всех займов). Впрочем, отметим, что покрытие проблемных кредитов резервами находится на комфортном уровне в 1.1х, а порядка 80% всех займов обеспечено залогами.

Показатели P&L также не свидетельствуют о восстановлении. Ухудшение качества активов привело к существенному лагу между начисленными и полученными **процентными доходами**: до 25-30% (19-23% в 2009 году). Существенно просела **чистая процентная маржа банка** (-2.4 п.п. за год до 3.4%), а также снизилась операционная эффективность бизнеса. Все это не позволило восстановить прибыльность деятельности до докризисных показателей.

Облигации банка на данный момент не отличаются высокой ликвидностью, а потому не представляют интереса для инвесторов. Напомним, что основной объем выплат по публичному долгу приходится на 1П 2012 г. (до RUB10 млрд.) и вполне покрывается объемом ликвидных средств по данным на начало года.

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



Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон, %	Лет до погашения/оферта	УТМ / УТР, %
ТрансФин-М-26о	1250	8	3	8.16
КредитЕвропа-16о	5000	8.1	3	8.26
Кузбассэнерго-Финанс-2	5000	8.7	10 / 5	NA / 8.89
ГПБ-Ипотека Два-1	5507	7.5	30	7.76
УБРИР-2	2000	9.5	3 / 1	NA / 9.72
НС-Финанс-16о	2000	10.5	3	10.78
ВолгоградОбл-34005	3000	8	5	7.78
Группа Разгуляй-166о	3000	12	3 / 1	NA / 12.36
Спартак-Казань-3	1000	14	3 / 1	NA / 14.46
Саха Респ-35003	2500	7.95	5	8.19

Налоговые выплаты

Дата	Налог
25 мая	НДПИ и акцизов (за апрель)
30 мая	Налог на прибыль

Ближайшие выпуски

Ориентир. Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/оферта
26 май 11	Мехпрачечная СвЖД-1	2500	8	15
26 май 11	Ханты-МансийскБанк-16о	5000	TBD	3 / 1
26 май 11	Банк Зенит-66о	5000	TBD	3 / 1
31 май 11	Акрон-4	3750	TBD	10 / 3
31 май 11	Акрон-5	3750	TBD	10 / 3

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/Погашение
25 май 11	Домо	2,000	15	14	23 май 12
26 май 11	Разгуляй Фин.-4	3,000	17	0	23 ноя 11
26 май 11	Талио Принцепс	500	17	12	17 май 12
30 май 11	ИТЕРА	5,000	10.3	8.5	20 ноя 12
2 июн 11	Спурт Банк-2	1,000	11.25		
3 июн 11	Металлсервис	1,500	11	9	23 май 12
7 июн 11	ВТБ24-3	6,000	6.3	5.6	30 май 12
9 июн 11	ОМЗ-6	1,600	13	13	
10 июн 11	Х5-4	8,000	18.46		
10 июн 11	ОГКЗ	3,000	7.5		
13 июн 11	Формат	1,000	17	17	8 дек 11
14 июн 11	ВТБ Лизинг-3	4,231	7.5		
14 июн 11	ВТБ Лизинг-4	4,231	7.5		
14 июн 11	РЖД-16	15,000	14.33		
14 июн 11	Элемент Лизинг-2	2,300	21		
15 июн 11	Мечел-02	5,000	8.5		
15 июн 11	Разгуляй-096о	2,000	0	0	15 дек 11
15 июн 11	Ханты-МансийскийБанк-2	3,000	7.85		
16 июн 11	РСХБ-07	5,000	6.9		
17 июн 11	Ренессанс Капитал КБ-3	4,000	12.5		
20 июн 11	Русское море	2,000	10		
21 июн 11	ДиПОС	2,000	6		
22 июн 11	Еврофинансы-Недвиж-1	1,100	5		
22 июн 11	НОМОС-Банк-09	5,000	7		
22 июн 11	Стальфонд-Недвиж.	700	7		
23 июн 11	Еврофинансы-Недвиж-2	1,100	5		
24 июн 11	ТВЗ-16о	2,000	7		

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.