

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- **Итоги торгов по еврооблигациям:** снижение цен на нефть привело к небольшой просадке корпоративных и суверенных бумаг
- **Российский долговой рынок:** существенное удорожание нефти вызовет рост котировок на открытии торгов ([стр. 2](#))
- **Киев** хочет разместить в июне пятилетние евробонды на USD300 млн. под ставку 7.80%; вероятно при хорошей конъюнктуре
- **Сбербанк** в начале лета может выйти на рынок с еврооблигациями на USD1.0-1.5 млрд.

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- Завершение налоговых выплат «вымыло» из системы около RUB140 млрд.; **ставки на денежном рынке выросли не критично**
- Уплата налогов и снижение цен на нефть оставили **курс рубля практически без изменений**
- **Аукционы ОФЗ** – победила премия; в корпоративном сегменте преимущественно негативная динамика
- **РМК:** новый выпуск непривлекателен даже с небольшой премией к уже торгующемуся РМК Финанс-3
- **Альянс Ойл** не дает соскучиться по новым выпускам ([стр. 3-4](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- **Аэрофлот:** финансовая отчетность за 2010 и наличие господдержки подтверждают сильное кредитное качество компании, однако ряд потенциальных проблем подразумевает, что доходность облигаций существенно занижена
- **ЕвроХим** раскрыл позитивную отчетность по МСФО за 1К 2011 г.; основной риск – покупка россосанских «Минудобрений»; облигации выглядят справедливо
- ФАС разрешила **ПрофМедиа** купить сеть «Kinostar De Lux»; облигации компании интересны
- **РМК:** высокие цены на медь улучшили финансы по итогам 2010 года; тем не менее риски ухудшения кредитного качества компании существенны; обращающийся выпуск торгуется агрессивно; планируемый – непривлекателен к покупке
- **Банк Развития Казахстана и АТФ Банк** опубликовали итоги 1К 2011 и 2010 по МСФО; качество кредитов демонстрирует негативную динамику; структура акционеров – основа кредитных профилей; нейтрально относимся к евробондам ([стр. 5-11](#))
- **X5** сегодня утром опубликовала нейтральную отчетность по МСФО за 1К 2011 г. Рентабельность по EBITDA продолжает снижаться. Интеграция Копейки будет преимущественно завершена к концу 2011 г., а ее рентабельность достигнет уровня сети Пятерочка. Облигации X5 и Копейки не предлагают интересных торговых идей

СЕГОДНЯ

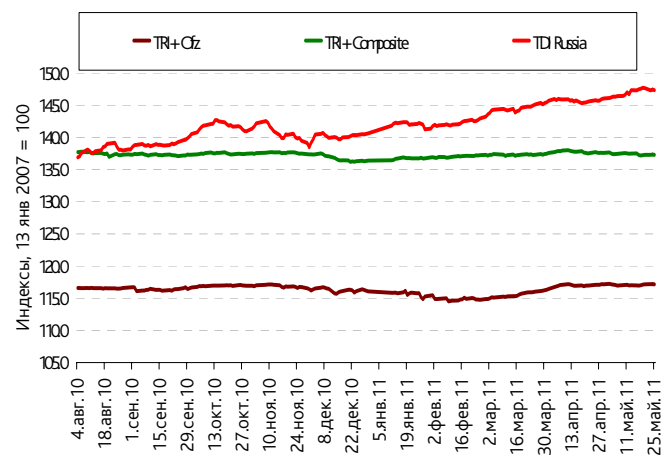
- Выступление главы ЕЦБ Ж.-К. Трише
- Статистика **США:** ВВП США за 1К (вторая оценка), число первичных заявок на пособие по безработице

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	Value	Д Day	Д Month	Д YTD
EMBI+Rus spread	↑ 196.00	2.00	16.00	-3.00
EMBI+ spread	↑ 284.10	1.04	16.24	42.97
Russia 30 Price	↓ 116.96	-0	+ 6/8	+1 2/8
Russia 30 Spread	↓ 143.10	-5.30	+5.50	-5.40
Russia 5Y CDS	↑ 140.17	+0.04	+11.86	-6.34
UST 10y Yield	↑ 3.152	+0.05	-0.19	-0.18
BUND 10y Yield	↓ 3.047	-0.02	-0.28	+0.13
UST 10y/2y Yield	↑ 260.7	+4	-10	-13
Mexico 33 Spread	↓ 231	-2	-4	-1
Brazil 40 Spread	↓ 100	-1	-27	+150
Turkey 34 Spread	↓ 301	-2	+24	+44
ОФЗ 26199	↓ 5.29	-0.03	+0.09	-0.95
Москва 50	↓ 4.83	-0.19	-0.10	-1.05
Мособласть 8	↑ 7.25	+0.02	+0.28	-1.27
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	0.00
МТС 3	↓ 7.01	-0.00	-0.24	-0.45
Руб / \$	↑ 28.479	+0.138	+0.583	-1.871
\$ / EUR	↓ 1.409	-0.002	-0.069	+0.073
Руб / EUR	↑ 39.957	0.145	-0.627	-0.531
NDF 1 год	↓ 4.540	-0.040	+0.440	-0.160
RUR Overnight	↓ 2.75	-0.3	-0.7	
Корсчета	↑ 706.7	+2.90	+118.20	-181.60
Депозиты в ЦБ	↓ 252.2	-39.40	-222.70	-317.40
Сальдо опер. ЦБ	↓ 197.30	-27.90	-13.80	+261.10
RTS Index	↑ 1813.95	+0.90%	-10.91%	+2.34%
Dow Jones Index	↑ 12394.66	+0.31%	-2.33%	+6.20%
Nasdaq	↑ 2761.38	+0.55%	-3.78%	+2.60%
Золото	↑ 1528.03	+0.27%	-0.01%	+8.00%
Нефть Urals	↑ 112.99	+2.58%	-7.47%	+22.55%

TRUST Bond Indices

	TR	Д Day	Д Month	Д YTD
TRIP High Grade	↑ 255.22	0.02	0.84	9.65
TRIP Composite	↓ 235.65	-0.07	-0.50	1.46
TRIP OFZ	↓ 186.12	-0.04	0.10	2.11
TDI Russia	↓ 230.90	-0.15	2.54	8.66
TDI Ukraine	↓ 231.94	-0.36	1.52	9.64
TDI Kazakhs	↓ 188.20	-0.45	-0.13	6.32
TDI Banks	↓ 230.85	-0.21	3.07	10.08
TDI Corp	↓ 243.94	-0.14	2.25	9.24

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices




ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Итоги торгов по еврооблигациям: снижение цен на нефть привело к небольшой просадке корпоративных и суверенных бумаг

Российский рынок еврооблигаций накануне продемонстрировал снижение котировок на фоне сохраняющихся опасений реструктуризации госдолга Греции и удешевления цен на нефть. В нефтегазовом секторе под ударом оказались длинные выпуски Газпрома, потерявшие по итогам дня около 60 бп, а также бумаги Новатэка и ТНК-ВР. Во втором эшелоне активность была невысокой – подешевели бумаги **Sovcomflot 17** и **VimpelCom 18** (в пределах 20 бп), а также выпуски Алросы и РЖД (снижение котировок составило менее 10 бп). В банковском секторе наибольшие потери понесли долгосрочные евробонды ВЭБа (-30 бп) и ВТБ (-20 бп).

В суверенном сегменте также преобладали продажи. Евробонд **Russia 30** практически не изменился в цене, сохранившись у отметки 116.96% от номинала. Спред **Russia 30 – UST10** при этом немного сжался – до 143 бп. Рублевый евробонд РФ **Russia 18R** подешевел на 7 бп до 104.95% от номинала.

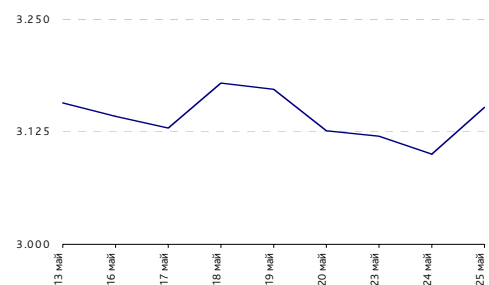
Российский долговой рынок: существенное удорожание нефти вызовет рост котировок на открытии торгов

Улучшение внешней конъюнктуры в четверг, вызванное как повышением цен на нефть, так и ослаблением напряженности на европейской «периферии», может привести к позитивному открытию торгов на российском долговом рынке.

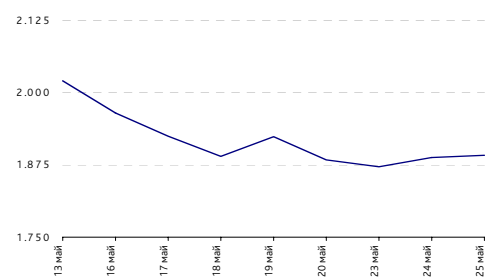
Заявления Китая о намерении и дальше покупать гособлигации проблемных стран Европы оказали благотворное влияние на настроения инвесторов, чье внимание в последнее время было сосредоточено на одной теме – «реструктуризация». Кроме того, растущие после выхода статистики по запасам в США цены на нефть также указывают на большую склонность участников рынка вкладываться в рискованные активы. За баррель Brent с утра предлагают USD115.2, что на USD2 превышает уровень закрытия основной торговой сессии в России. Азиатские индексы демонстрируют рост, в плюсе торгуется также и фьючерс на S&P500 (+0.3%).

Алексей Тодоров, aleksey.todorov@trust.ru
☎ 647-23-62

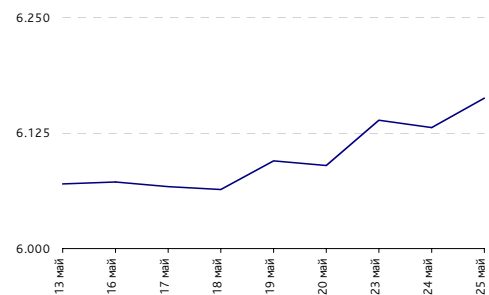
US Treasuries 10 Year (YTM)



Brazil 40 (YTM)



Turkey 34 (YTM)





ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Завершение налоговых выплат «вымыло» из системы около RUB140 млрд.; ставки на денежном рынке выросли не критично

В среду наблюдался достаточно сильный отток ликвидности из платежной системы. Всего за день с корсчетов «утекло» RUB74.2 млрд. (до RUB632.5 млрд.), а с депозитов в ЦБ – RUB64.7 млрд. (до RUB187.5 млрд.). Основной причиной суммарного оттока в RUB138.9 млрд. стало завершение выплат НДС и акцизов.

Денежный рынок ожидаемо отреагировал на отток ликвидности повышением ставок межбанковских кредитов на 1 день, однако оно было в рамках ожиданий. В начале торгов в среду ставки МБК находились в диапазоне 3.25-3.75% и поднимались днем до 3.4-3.65%. Однако к вечеру они скорректировались и составили 3.25-3.4%. Стоимость фондирования через 1-дневное междилерское РЕПО поднялась до 4.17% (+11 бп) по сделкам под залог ОФЗ и до 4.10% (+15 бп) под залог облигаций 1-го эшелона.

Мы по-прежнему полагаем, что короткие ставки денежного рынка рискуют подрасти если не до 4.5-5.5%, прогнозируемых нами ранее (см. специальный обзор «Начало тренда – ликвидность на убыль» от 18.05.11), то как минимум до 4.0-4.3% в сегменте МБК и 4.0-4.5% в сегменте междилерского РЕПО.

Уплата налогов и снижение цен на нефть оставили курс рубля практически без изменений

Внешний негативный фон, выраженный в том числе и в снижении нефтяных котировок, и продажа валютной выручки экспортерами под уплату НДС оказали вчера разнонаправленное воздействие на рубль, в результате чего его курс к бивалютной корзине практически не изменился. Ее цена на открытии торгов в среду составила RUB33.65 (на 7 копеек больше закрытия вторника) и незначительно колебалась на протяжении всей торговой сессии – вплоть до закрытия на уровне RUB33.66.

Аукционы ОФЗ – победила премия; в корпоративном сегменте преимущественно негативная динамика

Спрос на вчерашних аукционах ОФЗ казался малопредсказуемым, однако их итоги можно прокомментировать фразой «победила премия!». А таковая присутствовала лишь по 5-летнему выпуску **ОФЗ 25077**, по которому Минфин дал ориентир доходности 7.45-7.55% – после чего рынок подтянулся к ставкам 7.51-7.52%.

Вчера торги по 77-й бумаге до аукциона шли с доходностями 7.49-7.54%, и участники решили идти в выпуск с премией. И в случае с **ОФЗ 25077**, и **ОФЗ 25076** Минфин отсекал заявки и размещал бумаги по верхним границам диапазонов – соответственно, 7.55% и 6.60%. Размещение **ОФЗ 25077** составило RUB18.2 млрд. (с переспросом в 1.5x) из предложенных RUB20 млрд. Из аналогичного объема предложения по **ОФЗ 25076** Минфин продал лишь RUB2.2 млрд. На вторичке по итогам дня выпуск **ОФЗ 25077** просел примерно на 20 бп, в то время как **ОФЗ 25076** остался практически неизменным по сравнению с закрытием торгов в среду.

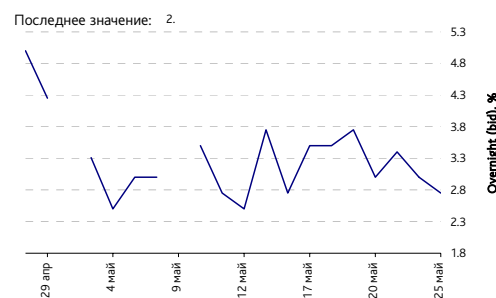
В целом картина вчерашних торгов убеждает нас, что высокий спрос на 5-летний **ОФЗ 25077** (с дюрацией более 3.9 лет) определялся только фактором предоставления премии. По большинству других средних и длинных выпусков покупок на вторичке мы не увидели. Соответственно, рынок пока не позволяет судить, готовы ли участники идти в «длину» с учетом по-прежнему давящей внешней конъюнктуры и предстоящего заседания ЦБ в начале следующей недели.

В корпоративном сегменте рынка в среду преобладали продажи. Так, почти 40 бп потерял в цене выпуск **Транснефть-3**, а облигации **Лукойл-4** и **Лукойл БО-6** подешевели в среднем на 10 бп. Отрицательная динамика наблюдалась также по бумагам Газпром нефти и ВЭБа. Противоположную рынку динамику показал выпуск **Алроса-21**, прибавивший по итогам дня 25 бп.

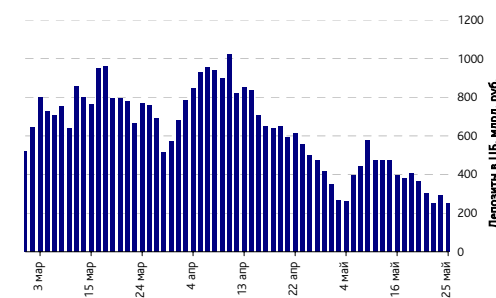
РМК (NR): новый выпуск непривлекателен даже с небольшой премией к уже торгующемуся РМК Финанс-3

Сегодня открывается книга заявок на новый выпуск Русской Медной Компании – **РМК Финанс-4**. Его параметры таковы: объем RUB5 млрд., срок обращения – 5 лет, оферта через 3 года, ориентир ставки купона – 9.2-9.7% (УТР9.4-9.9%). По текущим уровням это подразумевает премию к торгующемуся с конца 2010 года

Ставка overnight (максимум, bid)



Депозиты в ЦБ РФ





РМК Финанс-3 в размере 10-60 бп с поправкой на чуть большую дюрацию.

Очевидно, компания решила воспользоваться благоприятной для себя конъюнктурой: с начала 2011 года доходность по размещенному выпуску упала практически на 170 бп и выглядит довольно привлекательно для компании третьего эшелона с не самыми позитивными финансовыми показателями (см. кредитный комментарий ниже). В совокупности с перспективами сильного увеличения РМК инвестпрограммы в будущем мы не считаем, что новый выпуск привлекателен.

Альянс Ойл (NR/B+/B) не дает соскучиться по новым выпускам

Вчера банки-организаторы начали прием заявок на размещение нового выпуска нефтяной компании «Альянс Ойл» – **Альянс-4** объемом RUB5 млрд. Данный выпуск станет самым длинным для компании – оферта наступит лишь через 5 лет. Ставка купона изначально ориентируется организаторами в диапазоне 9.50-10.00%, что соответствует доходности к оферте на уровне 9.70-10.30%.

Мы сомневаемся в способности компании разместить успешно столь длинный выпуск даже при премии в 100 бп к другим своим выпускам и бумагам компаний с рейтингами «B1/B+» (Евраз и Мечел, в частности). Во-первых, из нефтяных компаний лишь Газпром нефть в последнее время размещала столь длинные выпуски, а во-вторых, предложение публичного долга компании и так слишком велико. Впрочем, учитывая аномальный, на наш взгляд, рост бумаг Альянс Ойла (спред к кривой Газпрома достиг уже 130 бп!), мы не исключаем, что и нынешний выпуск будет раскуплен и даже по близкой к нижней границе оценке.

Как мы и предполагали в нашем кредитном комментарии от 20 мая 2011 года, Альянс Ойл продолжает занимать существенные суммы с рынка на финансирование инвестпрограммы. Заняв еще USD175 млн. через новый выпуск, потолок компании по возможным заимствованиям становится все ближе. Напомним, в ковенантах прописано предельное значение показателя «Долг/ЕБИТДА» на уровне 3.5x, что, по нашим оценкам, подразумевает возможность привлечь еще лишь USD625 млн., что совпадает с объемом оставшейся на 2011 год инвестпрограммы.

Алексей Тодоров, aleksey.todorov@trust.ru

☎ 647-23-62

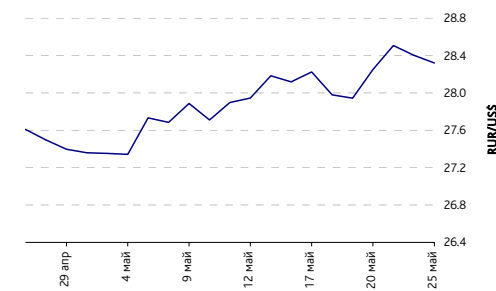
Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 647-23-64

Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru

☎ 786-23-48

Курс рубль/доллар





ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

ТРАНСПОРТ

Аэрофлот (Fitch: BB+): финансовая отчетность за 2010 и наличие господдержки подтверждают сильное кредитное качество компании, однако ряд потенциальных проблем подразумевает, что доходность облигаций существенно занижена

КОММЕНТАРИЙ

Вчера Аэрофлот опубликовал итоги деятельности по МСФО за 2010 год. Результаты выглядят впечатляюще по сравнению с 2009 годом, что вряд ли вызывает удивление, учитывая существенное восстановление мирового и российского рынков авиаперевозок. В целом кредитные метрики крупнейшего российского авиаперевозчика продолжают улучшаться, а отдельные показатели даже превосходят свои докризисные максимумы. Дальнейшие перспективы Аэрофлота по ряду причин пока оценить сложно, хотя мы склоняемся к сценарию ухудшения консолидированных финансов. Объем скрытых проблем авиаперевозчика существен, однако, скорее всего, будет полностью нивелирован господдержкой.

Рынок авиаперевозок вырос в 2010 году на 25%, при этом Аэрофлот показал сравнимую динамику. Это отразилось и на финансовом отчете компании: многие показатели практически достигли своих максимумов, наблюдавшихся в 2008 году (см. таблицу). Судя по динамике перевозок Аэрофлота за первые 4 месяца 2011, в текущем году можно ожидать схожей позитивной динамики.

Денежные потоки от операций и вовсе оказались рекордными. В совокупности с сокращенной почти вдвое инвестпрограммой это дало существенный свободный денежный поток, который практически полностью осел на балансе Аэрофлота. В результате денежные средства и эквиваленты покрывают практически треть всего долга компании, а потому вряд ли ей угрожают проблемы с долговыми выплатами на ближайшие год-два. Напомним также, что в ближайшие 3 месяца должен быть завершен и процесс объединения всех терминалов Шереметьево, что для Аэрофлота означает обмен обремененного долгами Терминала D (около USD850 млн.) на вполне ликвидные акции новой компании.

Нельзя не отметить и отрицательные моменты отчетности:

- **Предстоящая консолидация 6 проблемных авиакомпаний.** На данный момент сложно оценить масштабы проблем для Аэрофлота, так как приобретаемые компании не раскрывали отчетности по МСФО. Ранее финансовый директор Аэрофлота Шамиль Курмашов ориентировал лишь на совокупный долг по всем активам по РСБУ в размере около USD820 млн.
- Напомним, что для авиакомпаний и Аэрофлота в частности существенную долю финансовых обязательств представляет собой **операционный лизинг**, не отображаемый на балансе. Учитывая тот факт, что в этом виде лизинга находится вдвое больший парк, нежели в финансовом, мы грубо оцениваем объем неучитываемого долга в USD2.2 млрд. – то есть больше, чем весь имеющийся на данный момент долг авиаперевозчика.
- **Возможная отмена роялти** за пролеты международных авиакомпаний над территорией России. Напомним, что Россия может перестать взимать с компаний (и соответственно передавать их Аэрофлоту) платежи после вступления страны в ВТО. Опять же трудно оценить объем возможных потерь, однако строка P&L, включающая в себя этот показатель, существенна (см. таблицу и выделенную строку). Отметим, что эти средства практически напрямую попадают в показатель EBITDA.

Учитывая все приведенные скрытые недостатки кредитного качества Аэрофлота мы считаем спред его облигаций к кривой РЖД фундаментально заниженным. Разница в рейтингах в две ступени между двумя госкомпаниями – лидерами в своих секторах – также подразумевает, что бонды Аэрофлота переоценены.



ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ АЭРОФЛОТА

МСФО, USD млн.	2007	2008	2009	2010
Выручка	3,808	4,603	3,346	4,319
Выручка по соглашениям с авиакомпаниями*	481	477	388	404
ЕБИТДА	723	489	423	684
Чистая прибыль	313	24	86	253
Чистый операционный денежный поток	165	368	121	604
Капвложения и М&А	475	580	407	159
Свободный денежный поток	-209	-107	-263	486
Совокупный долг** в т.ч.	1,110	1,275	1,711	2,047
Краткосрочный долг	199	223	268	166
Денежные средства и эквиваленты	91	147	121	660
Активы	3,398	3,350	4,021	4,526
Показатели				
ЕБИТДА margin (%)	19%	11%	13%	16%
ЕБИТДА/проценты (x)	17.5	11.8	17.3	5.4
Долг/ЕБИТДА (x)	1.5	2.6	4.0	3.0
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	1.4	2.3	3.8	2.0
Долг/Собственный капитал (x)	1.0	1.4	1.7	1.8

* В эту строку включаются роялти, получаемые Аэрофлотом от государства за пролет международных компаний над территорией России. Точная доля роялти в этой статье не раскрывается.

** В эту сумму включены около USD850 млн. кредитов, выбранных на строительство Терминала D, консолидировать который компания перестанет, вероятно, уже в 1П 2011

Источник: данные компании, НБ «Траст»

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

ПРОМЫШЛЕННОСТЬ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ РЫНОК

ЕвроХим (NR/BB/BB) раскрыл позитивную отчетность по МСФО за 1К 2011 г.; основной риск – покупка россосанских «Минудобрений»; облигации выглядят справедливо

Один из ведущих российских игроков отрасли минеральных удобрений – ЕвроХим – вчера опубликовал консолидированную отчетность по МСФО за 1К 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Операционные показатели ЕвроХима продемонстрировали позитивную динамику как относительно предыдущего квартала, так и относительно 1К 2010 г. Основным драйвером роста показателей стала динамика цен на продовольственные товары и, как следствие, на минеральные удобрения. Несколько негативный эффект на операционные результаты оказал существенный рост затрат на природный газ и электроэнергию (+18% относительно 4К 2010 г., +21% год к году). Примечательно, что в 1К 2011 г. ЕвроХим показал крайне высокий показатель рентабельности по ЕБИТДА – 37%. Такой уровень рентабельности характерен, скорее, для производителей фосфатных и калийных удобрений (напомним, что около половины выручки компании приходится на азотные удобрения).

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЕВРОХИМА

МСФО, RUB млрд.	3М 10	2010	3М 11	1К 11/ 4К 10	3М 11/ 3М 10
Выручка	21.6	97.8	31.2	11%	44%
ЕБИТДА	5.2	29.5	11.5	10%	121%
Чистая прибыль	4.5	20.0	11.3	37%	154%
Чистый операц. денежный поток	4.9	26.2	9.7	7%	98%
Капвложения и М&А	3.0	20.4	3.9	-40%	29%
Свободный денежный поток	1.9	5.8	5.8	164%	208%
Совокупный долг в т.ч.	41.6	42.8	38.0	-11%	-8%
Краткосрочный долг	13.9	12.6	20.0	59%	44%
Денежные средства и эквиваленты	7.4	8.9	12.3	38%	65%
Активы	128	149	154	3%	21%
Показатели					
ЕБИТДА margin	24%	30%	37%		
ЕБИТДА/проценты	14.1	17.6	19.0		
Долг/ЕБИТДА*	2.5	1.2	1.1		
Чистый долг/ЕБИТДА*	2.0	1.0	0.7		
Долг/Собственный капитал	0.5	0.5	0.4		

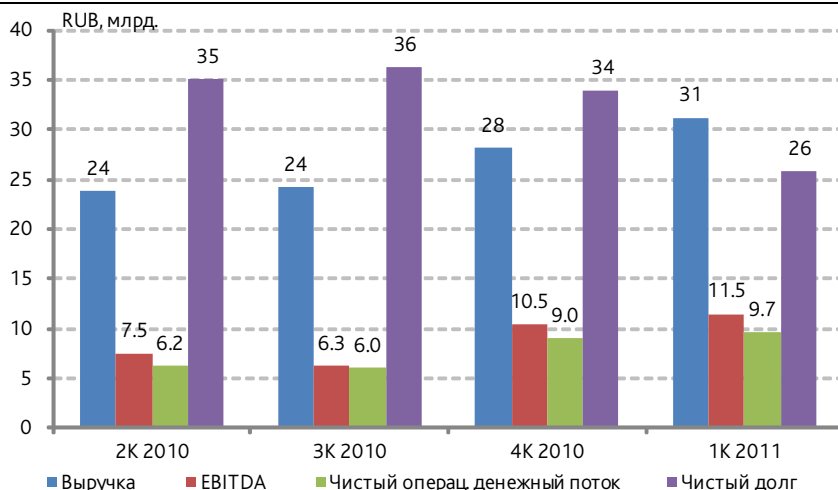
Источники: данные компании, НБ «Траст»



Операционный денежный поток компании растет уверенными темпами, причем весь объем капитальных затрат покрывается из собственных средств, что позволяет ЕвроХиму накапливать денежные средства и снижать долговую нагрузку. Компания продолжает активно инвестировать в свой калийный проект, который, по планам компании, будет запущен через 2-3 года. Совокупно на 2 участка добычи калийных солей (Верхнекамское и Гремячинское) ЕвроХим в 1К 2011 г. потратил порядка RUB1.9 млрд., т.е. около половины всего объема капитальных затрат этого периода.

Благодаря уверенному росту операционных показателей и консервативной кредитной политике долговая нагрузка ЕвроХима в терминах «Чистый долг/ЕБИТДА» снизилась до 0.7х.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ЕВРОХИМА



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Главным риском для кредиторов ЕвроХима на данный момент является потенциальная покупка россoshанских «Минудобрений», на которую ЕвроХим может потратить около USD1 млрд. Это способно увеличить его совокупный долг более чем на 50%. Однако объем денежных средств на счетах и стабильно положительный уровень свободного денежного потока, на наш взгляд, позволит ЕвроХиму сохранить долговую нагрузку в терминах «Чистый долг/ЕБИТДА» ниже отметки 1.5-1.7х.

Рублевые облигации ЕвроХима не отреагировали на заявление компании о намерении купить «Минудобрения», что и неудивительно на данном этапе. На наш взгляд, рублевые инструменты ЕвроХима оценены справедливо, а их ограниченная ликвидность не позволит реализовать спекулятивные стратегии. Единственный выпуск евробондов компании обладает слишком малой дюрацией, поэтому особого интереса также не представляет.

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

МЕДИА

ФАС разрешила ПрофМедиа (Fitch:В+) купить сеть «Kinostar De Lux»; облигации компании интересны

Вчера Интерфакс сообщил, что ФАС одобрила заявку ПрофМедиа на покупку 100% акций компании RSM Holdco Ltd, которая управляет сетью кинотеатров «Kinostar De Lux». Детали сделки еще не были озвучены.

КОММЕНТАРИЙ

В начале года ПрофМедиа уже сообщала о планируемой покупке сети кинотеатров «Kinostar De Lux», и с позиции расширения рыночной доли ПрофМедиа мы по-прежнему позитивно оцениваем сделку.

Приобретение дополнительных кинотеатров позволят принадлежащей ПрофМедиа сети кинотеатров «Синема Парк» выйти в лидеры по количеству кинозалов и занять 10% рынка (6.5% на 01.03.11). Напомним, что, по данным «Невафильм Research», на начало марта 2011 «Синема Парк» включает в себя 160 залов в 19 кинотеатрах, а «Kinostar De Lux» - 75 в 6 соответственно. При этом



основной конкурент ПрофМедиа на рынке кинопоказа – «Каро Фильм» – занимает 6.9% рынка по количеству кинозалов, обладая 168 залами в 32 кинотеатрах.

Мы считаем, что компании вполне по силам профинансировать сделку без угрозы для кредитного качества, в том числе за счет привлечения средств от акционеров – группы «Интеррос». Напомним, что по итогам 1П 2010 по МСФО долговая нагрузка компании составляла порядка 1.8x в терминах «Чистый Долг/EBITDA». Ранее озвучивалась ориентировочная цена приобретения на уровне USD70-80 млн., по данным РБК. В таком случае при финансировании исключительно за счет заемных средств, показатель не должен превысить, по нашим оценкам, 2.2-2.5x.

Облигации ПрофМедиа на данный момент торгуются с доходностью YTP 9.00% к оферте в июле 2013. С начала года доходность бумаги, как мы и предполагали, снизилась на 180-200 бп из-за недооцененности бумаг относительно компаний с рейтингами сопоставимого уровня. На наш взгляд, потенциал дальнейшего сужения составляет 50-60 бп, как минимум, поэтому мы считаем бумаги интересными для покупки.

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

МЕТАЛЛУРГИЯ

РМК (NR): высокие цены на медь улучшили финансы по итогам 2010 года; тем не менее риски ухудшения кредитного качества компании существенны; обращающийся выпуск торгуется агрессивно; планируемый – непривлекателен к покупке

КОММЕНТАРИЙ

Вчера стала доступна консолидированная отчетность Русской Медной Компании по МСФО за 2010 год. Наравне с рядом позитивных моментов в ней раскрываются и существенные недостатки, на которые мы обращаем внимание в первую очередь. После данной отчетности, а также объявленных недавно агрессивных планов мы меняем наше видение перспектив кредитного качества РМК и теперь считаем его чересчур подверженным конъюнктурным изменениям.

Медь – основной производимый РМК продукт – наиболее волатильный металл на мировых рынках, а потому колебания ее цен напрямую отражаются на финансовых показателях компании. В 2010 году цены выросли на 45%, а выручка и EBITDA РМК прибавили более 70% к 2009 году, что было обеспечено в том числе и изменением структуры производства. Средние цены на медь в 2011 году уже на 25% выше, чем среднегодовая цена 2010 года, а потому мы ожидаем увидеть улучшение P&L и по итогам 1П 2011. Около двух месяцев назад медь отскочила от исторического максимума (см. диаграмму) и пока продолжает падение, а потому мы считаем, что долгосрочные риски сохраняются.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ЦЕН НА МЕДЬ



Источник: Bloomberg, LME

В результате таких позитивных цифр по основным статьям доходов ожидаемо смотрится и дальнейшее снижение долговой нагрузки на компанию – до 3.4x по показателю «Долг/EBITDA».



В то же время существенными недостатками кредитного профиля РМК по-прежнему остаются:

- **Отрицательные свободные денежные потоки.** На прошлой неделе неофициально стали известны планы по резкому увеличению инвестпрограммы компании на ближайшие годы. Еще в конце декабря объявлялось о том, что крупных проектов в ближайшее время не предвидится, а сейчас была озвучена цифра USD3 млрд. – на 5 лет, огромная по меркам компании. Уже в 2010 году была реализована инвестпрограмма на USD200 млн., что привело к дефициту денежных потоков.
- **Слабая позиция ликвидности.** Как показал кризис, даже при отсутствии других проблем в кредитном качестве недостаток средств на балансе может привести к необходимости реструктуризации при резких колебаниях настроений на мировом рынке. В связи с этим мы негативно относимся к слабой позиции ликвидности компании. Впрочем, по-видимому, РМК нивелирует это за счет рефинансирования в госбанках.
- **Высокий уровень долга.** Практически неизменный долг в USD1 млрд. на протяжении последних трех лет вызывает у нас опасения. Показатель долговой нагрузки снижается за счет роста EBITDA, однако учитывая волатильность цен на медь, мы легко можем ожидать нового скачка роста леввериджа до критических значений. Тот факт, что компания так и не начала погашать свои финансовые обязательства даже во время исторических максимумов мировых цен негативен для кредиторов.

Единственный на данный момент выпуск **РМК Финанс-3** сильно вырос с момента размещения в декабре 2010 и на данный момент торгуется агрессивно, если принять во внимание вышеобозначенные недостатки. Закрыв на прошлой неделе торговую рекомендацию по этой бумаге, мы не считаем привлекательным и новый выпуск **РМК Финанс-4**. Подробнее об этом написано в разделе «Внутренний рынок и рублевые облигации».

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ РМК

МСФО, USD млн.	2008	2009	2010
Выручка	960	830	1461
ЕБИТДА	80	182	313
Чистая прибыль	-84	-55	159
Чистый операционный денежный поток	52	92	98
Капвложения и М&А	251	64	197
Свободный денежный поток	-156	31	-96
Совокупный долг в т.ч.	1036	989	1078
Краткосрочный долг	797	622	146
Денежные средства и эквиваленты	4	4	7
Активы	1539	1485	1701
Показатели			
ЕБИТДА margin	8%	22%	21%
ЕБИТДА/проценты (x)	0.8	1.8	3.1
Долг/ЕБИТДА (x)	13.0	5.4	3.4
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	13.0	5.4	3.4
Долг/Собственный капитал (x)	3.4	4.0	2.8

Источник: данные компании, НБ «Траст»

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

БАНКИ И ФИНАНСЫ

Банк Развития Казахстана (Ваа3/ВВВ/ВВ-) и АТФ Банк (Ва2/WR/ВВВ) опубликовали итоги 1К 2011 и 2010 по МСФО; качество кредитов демонстрирует негативную динамику; структура акционеров - основа кредитных профилей; нейтрально относимся к евробондам

КОММЕНТАРИЙ

Банк Развития Казахстана (БРК) и АТФ Банк опубликовали итоги деятельности за 1К 2011 и 2010 по МСФО. Сильной стороной каждого из них является поддержка акционеров, и публикация отчетности, скорее, нейтральна для котировок облигаций. При этом финансовое состояние АТФ Банка видится нам более



слабым ввиду негативной динамики показателей P&L, уровня обеспеченности капиталом и качества активов.

Основной проблемой для АТФ Банка и Банка Развития Казахстана, как и для всей банковской системы страны, является высокий уровень **просроченных кредитов** в портфелях. Качество кредитных портфелей обоих банков долгое время оставалось одним из наиболее высоких в стране. Однако по итогам 2010 года доля просроченных кредитов свыше 90 дней превысила треть от всех кредитов у АТФ Банка и четверть – у БРК. При этом уровень покрытия NPLs резервами составляет 70-80%, что не является, на наш взгляд, комфортным значением.

Кредитный портфель до отчислений в резервы за 1К 2010 у обоих банков практически стагнировал на уровне KZT945-947 млрд. у АТФ Банка и KZT412-408 млрд. – у БРК. Объем кредитов в нетто-выражении продемонстрировал снижение на 1-2%, хотя в целом по системе наблюдался рост на 0.7%. Мы ожидаем, скорее, стагнации кредитных портфелей в 2011 году, рассчитывая, что банки сконцентрируются на сокращении проблемных займов, в том числе за счет их списаний и продажи коллекторам.

Впрочем, мы не исключаем опережающих рынок темпов роста кредитного портфеля **БРК**, принимая во внимание цель его создания как института для развития и финансирования реального сектора Казахстана. Банк напрямую принадлежит государственному фонду Самрук-Казына, что обуславливает высокий уровень поддержки со стороны государства как в отношении обеспеченности капиталом, так и в отношении развития бизнеса.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ АТФ БАНКА

МСФО, KZT млрд.	2008	2009	2010	1К 11
Чистые процентные доходы	44	43	28	8
Чистые комиссионные доходы	7	7	-8	-1
Операционные доходы до резервов	58	62	25	7
Операционные расходы	-21	-18	-17	-3
Отчисления в резервы без учета компенсаций	-47	-104	-87	-6
Чистая прибыль	-7	-55	-31	-2
Денежные средства	96	188	100	134
Ценные бумаги	41	20	17	18
Кредитный портфель, gross	864	932	945	947
Резервы	-65	-153	-215	-226
Кредитный портфель, нетто	799	779	730	721
Компенсация к получению от акционеров*	0	0	47	56
Средства кредитных организаций	318	270	222	226
Средства клиентов	343	502	514	550
<i>в т.ч. частных клиентов</i>	105	227	159	143
Долговые ценные бумаги размещенные	205	154	130	129
Субординированный долг	55	62	64	65
Собственный капитал	96	61	35	34
Активы	1,020	1,052	969	1,008
Показатели				
Доходность собственного капитала (ROAE)	-8.4%	-70.0%	-64.8%	-19.2%
Расходы/доходы	35.7%	29.5%	69.5%	45.4%
Чистая процентная маржа (NIM)	4.6%	4.2%	2.7%	3.0%
NPLs (свыше 90 дней) /Кредиты	3.5%	14.3%	31.6%	32.2%**
Резервы/NPLs (x)	2.2	1.1	0.7	0.7
Достаточность капитала (k1)	9.0%	10.2%	7.7%	5.8%
Достаточность капитала (k2)	20.8%	21.2%	13.7%	10.8%

*Согласно гарантийному соглашению с материнской компанией банку начисляются средства с целью компенсации отчислений в резервы на обесценение активов

**По данным АФН

Источник: данные банка, НБ «Траст»

Выделим также отдельные тенденции финансовых показателей АТФ Банка:

- **По-прежнему негативная чистая прибыль.** Причиной тому выступают существенное давление на чистую процентную маржу (-1.5 п.п. за 2010 год до 2.7%), снижение операционной эффективности, а также высокий уровень отчислений в резервы (стоимость риска в 2 раза превышает докризисные уровни), несмотря на их частичную компенсацию со стороны материнской группы.
- **Снижение уровня обеспеченности капиталом.** Так, по итогам за 2010 года по МСФО Tier 1 снизился до 6.0% (10.6% в 2009), а TCAR до 11.4% (18.0% в 2009). При этом, согласно национальным стандартам,



нормативы продолжили негативную динамику и в 1К 2011. Мы не сомневаемся, что группа «Юникредит» предоставит необходимые средства для поддержания комфортного уровня достаточности капитала.

- **Нарушение ряда ковенантов** по банковским займам (KZT38.7 млрд.) в результате негативной динамики ряда показателей АТФ Банка в 2010 году. Впрочем, по заявлению АТФ Банка, кредиторы не планируют требовать досрочного погашения долга, а ликвидные средства на балансе покрывают выплаты по публичному долгу в течение года.

Бумаги АТФ Банка обеспечивают премию к бондам Халык Банка на уровне 130-180 бп. Несмотря на высокий потенциал поддержки со стороны акционеров, мы не рассчитываем на сужение спреда к кривой Халык Банка ввиду негативной динамики показателей P&L и роста уровня просроченных кредитов. Мы также считаем, что в премию уже включена вероятность ухода Юникредит с казахстанского рынка банковских услуг.

Еврооблигации БРК торгуются с премией на уровне 70-80 бп к кривой бумаг крупных государственных компаний. Премию за более высокие риски банковского сектора мы считаем на данный момент вполне справедливой.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ БАНКА РАЗВИТИЯ КАЗАХСТАНА

МСФО, KZT млрд.	2008	2009	2010	1К 11
Чистые процентные доходы	15	23	24	4
Чистые комиссионные доходы	0	0	0	-2
Операционные доходы до резервов	16	29	27	2
Операционные расходы	-3	-3	-3	-1
Отчисления в резервы	-10	-73	-20	0
Чистая прибыль	2	-39	2	1
Денежные средства	72	293	198	104
Ценные бумаги	63	269	338	309
Кредитный портфель, гросс	201	281	412	408
Резервы	-13	-80	-91	-92
Кредитный портфель, нетто	188	201	321	316
Займы от правительства Казахстана	34	31	24	24
Средства банков	138	430	517	368
Долговые ценные бумаги	42	51	118	165
Субординированный долг	0	3	5	3
Собственный капитал	96	269	268	266
Активы	338	850	959	850
Показатели				
Доходность собственного капитала (ROAE)	1.7%	-21.6%	0.8%	0.8%
Доходность активов (ROAA)	0.2%	-6.6%	0.2%	0.2%
Расходы/доходы	18.9%	9.4%	10.6%	34.2%
Чистая процентная маржа (NIM)	2.0%	5.1%	3.3%	1.9%
NPLs (свыше 90 дней) /кредиты	0.1%	6.6%	26.5%	н.д.
Резервы/кредиты	6.4%	28.3%	22.1%	22.5%
Капитал/Совокупные активы	28.5%	31.7%	27.9%	31.3%

Источник: данные банка, НБ «Траст»

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	Банк Зенит-66о	5000	7.25	3 / 1
26 май 11	Калужская Обл-34005	2500	8.2	5
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
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	7.5	9 дек 11
13 июн 11	Формат	1,000	17	17	8 дек 11
14 июн 11	ВТБ Лизинг-3	4,231	7.5		
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.