



### На рынке

- Вчера на фоне падения нефтяных цен рубль немного просел к валютам корзины. По итогам дня корзина укрепилась на 4 копейки до 33.64. Сегодня с утра падение рубля продолжилось.
- На внутреннем рынке по всем признакам происходила консолидация. Очередная волна роста вполне вероятна в случае удачного аукциона ОФЗ в среду.
- Минфин заменил 3-летний выпуск **ОФЗ 25076** на 26205 – сроком 10 лет на предстоящем аукционе в среду, удлиняя дюрацию долгового портфеля на фоне благоприятной конъюнктуры. Полагаем, что Минфин озвучит ориентир в размере 7.75-7.8 %, предлагая премию по верхней границе. Однако по факту, если внешний негатив не помешает, аукцион проедет с минимальной премией, как было в прошлый раз. При удачном аукционе следует ждать спроса в длинных бумагах корпоративного сектора.
- Вчера была открыта книга по **АИЖК-19**. Ориентиры по доходности – 8.03-8.35 % к 4-летней оферте – транслируются в премию 50 б.п. только по верхней границе к наиболее ликвидным выпускам эмитента на сопоставимой дюрации. Размещение интересно долгосрочным инвесторам, ориентированным на купонный доход, а не на capital gain.
- Магнит** опубликовал операционные показатели за март и 1-й квартал 2011 г., однако это не окажет влияния на уже дорогие бонды эмитента. Наиболее перекуплен выпуск Магнит БО-5. Более привлекательно смотрится выпуск Икс5-01 при большем объеме бизнеса этого эмитента, при наличии у него рейтингов (BB-/B1/-), а также ломбардном статусе выпуска. Мы полагаем, что выпуск Икс5 01 имеет потенциал снижения доходности более чем на фигуру
- X5** опубликовала сильные операционные показатели за 1-й квартал 2011 г. Планируемое ускорение процесса интеграции Копейки должно привести к нивелированию все еще сохраняющегося спреда между бондами Копейки к Икс5 в диапазоне 50-70 б.п.
- РусГидро** открывает книгу заявок на бонды серий 01 и 02 объемом 20 млрд руб. Новые облигации интересны для участия по всему диапазону ориентируемой доходности. Более того, не исключено смещение ориентиров вниз - в таком случае рекомендуем участвовать в размещении при УТР от 8.2 % и выше.

Доходности и спрэды		yield,%	б.п.
RUS_30	↓	4.678	-2
RUS30_UST10 bp	↑	109	109
UST_10	↑	3.587	1
UST_2	↑	0.826	2
UST10-UST2 bp	↓	276	-1
EU_10	↑	3.491	1
EU_2	↑	1.911	1
EU10-EU2 bp	↑	158	0
EMBI+ bp	↑	248	1
<b>Денежный рынок</b>			
LIBOR OIS US 3m	↓	16	0
LIBOR OIS EUR 3m	↑	16	2
Mosprime o/n	↓	3.14	0.0
Mosprime 3m	↑	3.83	0.0
RUB NDF 3m,%	↓	4.80	-0.3
К/с+депоз (млрд руб)	↓	1 426	-42.0
<b>Кредитный риск CDS 5y</b>			
Russia	↑	123	1
Greece	↑	1 051	27
Portugal	↑	548	10
Spain	↑	201	4
Italy	↑	128	1
<b>Индексы</b>			
MSCI BRIC	↓	376	-0.65
MSCI Russia	↓	1 124	-0.48
Dow Jones	↑	12 381	0.01
RTSI	↓	2 114	-0.47
VIX (RTS)	↑	26	2.16
<b>Валюты</b>			
EUR/USD	↑	1.4440	0.12
3m FWD rate diff	↓	-153	0
RUB/USD	↑	28.033	0.04
RUB/EUR	↑	40.483	0.19
RUB BASK	↑	33.642	0.13
<b>Товары</b>			
Urals \$ / bbl	↓	120	-3.09
Золото \$ / troy	↓	1 463	-0.80

### Денежный рынок

Рубль остановился

### Первичный рынок

ОФЗ: логичная замена

АИЖК: «ваниль» по оферте

РусГидро ставит на локальные облигации, ориентиры интересны на всем диапазоне

### Внутренний рынок

Рынок устал от роста

### Глобальные рынки

Япония может помешать росту

### Корпоративные новости

Магнит ускоряется, но его бонды стоят уже дорого

X5 Retail Group: интеграция «Копейки» может завершиться досрочно

### Монитор кривой ОФЗ

Текущая таблица относительной стоимости

## Новости коротко

- Размещение **Иркутскэнерго БО-01** на 3 млрд руб.
- **Группа «РАЗГУЛЯЙ»** открыла книгу заявок на покупку 3-летних биржевых облигаций серии БО-16 на 3 млрд руб.
- Закрытие книг заявок на выпуски **СКБ-банк-БО-05**, **Куйбышевазот-04** объемами по 2 млрд руб., **Первобанк-БО-02** на 1.5 млрд руб.

Корпоративные новости

- **Мечел** опубликовал финансовые результаты по US GAAP за 4-й квартал и 2010 год в целом, которые оставили у нас смешанные впечатления. С одной стороны, компании удалось в последнем квартале года продемонстрировать неплохой уровень EBITDA и рентабельности, с другой стороны потребность в масштабных капитальных затратах заставляет компанию увеличивать долг: за 2010 г. чистый долг Мечела вырос с \$ 5.97 до \$ 6.98 млрд, при соотношении Чистый долг/EBITDA на конец года чуть менее 3.5х. Подробный комментарий см. в нашем завтрашнем Ежедневном обзоре долговых рынков.
- **Роснефть** и **BP** рассматривают возможность выкупа 50%-ной доли AAR в ТНК-BP как возможный способ урегулирования конфликта. Возможная цена сделки - \$ 30 млрд.

Размещения / Купоны / Оферты / Погашения

- **Крайинвестбанк** назначил дату размещения биржевых облигаций БО-01 на 19 апреля 2011 года. Ориентир по ставке купона находится в диапазоне 9.5-10.0 %, что соответствует доходности 9.72-10.25 %. Книга открыта до 15 апреля. / Cbonds
- **КОМОС ГРУПП** открывает книгу заявок на покупку облигаций БО-01 на сумму 1.5 млрд руб. Ориентир по купону находится в диапазоне 9.5-10.5 %, что соответствует доходности 9.73 – 10.78 %. Книга будет открыта до 22 апреля. Размещение предварительно запланировано на 26 апреля 2011 года. Срок обращения займа составляет 3 года. Выпуск будет погашаться частично: 25 % номинальной стоимости облигаций - в дату окончания второго купонного периода, 30 % номинальной стоимости облигаций - в дату окончания четвертого купонного периода, 45 % номинальной стоимости - в дату окончания шестого купонного периода. / Cbonds
- Сформирован синдикат по размещению биржевых облигаций **Первобанка БО-02**. Спрос на облигации составил более 5 млрд руб. Первобанк снизил первоначальный ориентир с 9.0 – 9.5 % до 8.5 – 9 %, что соответствует доходности 8.68 % -8.77 % к 1.5-годовой оферте. Размещение запланировано на 14 апреля. / Cbonds
- **Самарская область** готовит к размещению облигации совокупным объемом 12.2 млрд руб., срок обращения займа составит 7 лет. / Cbonds
- **СКБ-банк** снизил ориентир по ставке купона планируемого выпуска биржевых облигаций БО-05 до 8.1-8.4 % (YtP 8.26-8.58%, оферта через 1.5 года) с 8.4-8.7%. Размещение состоится 14 апреля. / Cbonds

Кредиты и займы

- **Газпром нефть** подписала соглашение о снижении процентной ставки по кредиту объемом \$ 1.5 млрд, привлеченному компанией в 2010 году. Процентная ставка была снижена с Libor + 2.1% до Libor + 1.6%. / Reuters
- **Сбербанк** и **АБ Россия** предоставят **Ленэнерго** кредиты на сумму 5.5 млрд руб. Полученные средства компания планирует направить на финансирование инвестиционной программы. / Интерфакс

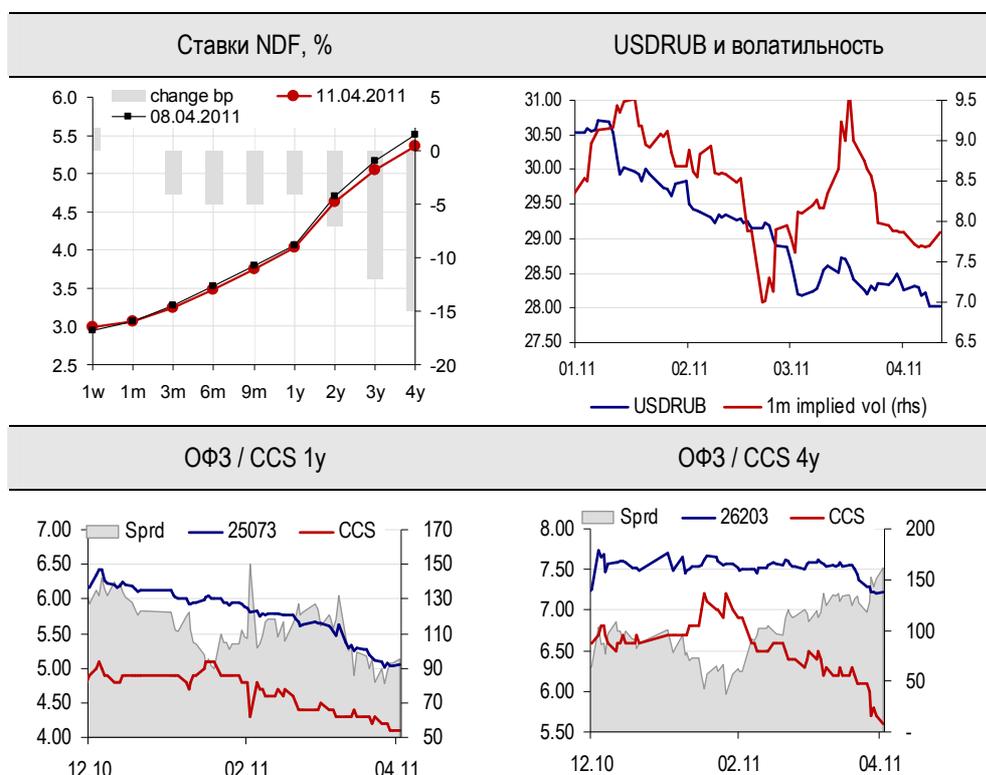
## Денежный рынок

## Рубль остановился

Вчера на фоне падения нефтяных цен на новостях о снижении прогноза по ВВП США (по версии МВФ) и о принятии Каддафи плана по примирению, рубль немного просел к валютам корзины. По итогам дня корзина укрепилась на 4 копейки до 33.64. Сегодня с утра падение рубля продолжилось. Мы также отмечаем возобновление роста одномесечной вменённой волатильности по рублю (+20 б.п. за день). Вполне вероятно, что если новые землетрясения в Японии вместе с повышением степени разрушения до чернобыльского 7-го уровня на АЭС «Фукусима» приведут к глобальному «бегству в качество», мы увидим локальное ослабление рубля к доллару. Кроме того, валютному рынку, как и рынку облигаций, нужна передышка после долгого роста, а курс рубля уже находится на минимумах с 2008 года.

Вчера ставки NDF/CCS продолжили двигаться вниз на длинном конце кривой, но это не вылилось в рост цен на ОФЗ – на рынке ощущались консолидационные настроения. В настоящий момент спрэд госсектора к NDF на коротком сроке составляет 90 б.п., на 4-х годах более 150 б.п., так что с точки зрения стоимости фондирования технически длинные ОФЗ все еще остаются привлекательными.

Юрий Нефёдов



Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы  
Юрий Нефёдов

## Первичный рынок

## ОФЗ: логичная замена

## Назад в декабрь?

Вчера стало известно о том, что трехлетний выпуск ОФЗ 25076 был заменён на 26205 – сроком 10 лет на предстоящем аукционе в среду. Таким образом, Минфин использует удачную конъюнктуру долгового рынка, удлиняя дюрацию долгового портфеля. На текущий момент ситуация на рынке сложилась настолько позитивная, что длинному концу кривой ОФЗ остаётся порядка 50 б.п. снижения для того, чтобы вернуться в декабрь 2010 года – к уровням до резкой переоценки рынка на ожиданиях роста ставок ЦБ. Отметим, что короткие ОФЗ уже с лихвой отыграли декабрьскую переоценку (см. график справа).

В итоге, если длинный конец ОФЗ пробьёт вниз отметку в 7.25 %, то мы окажемся по длинным ставкам там, где бы находились в случае «пассивного» ЦБ – в отсутствие роста ставок. На самом деле, не стоит забывать о том, что инфляционные риски существуют, а динамика ОФЗ связана, скорее, с общей перекупленностью корпоративного сектора по сравнению с госсектором, а не со снижением инфляционных ожиданий.

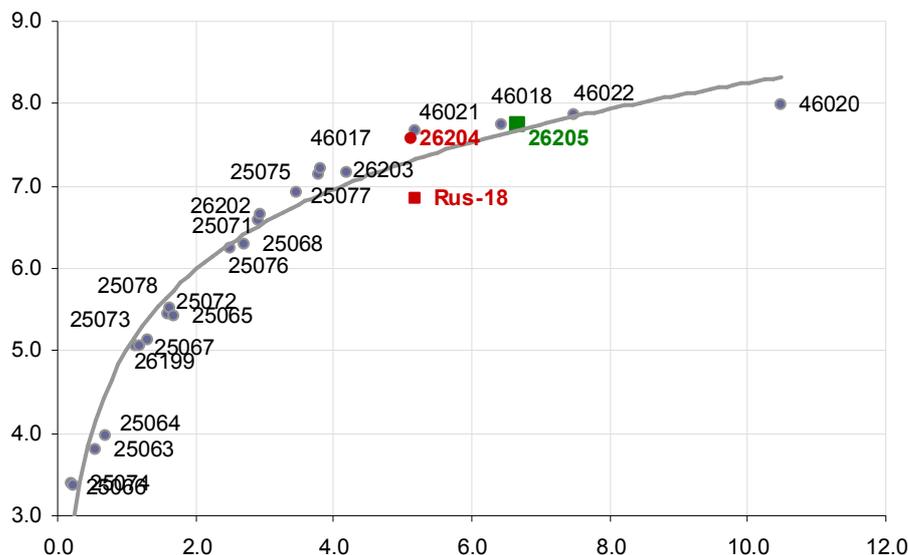
## Справедливая доходность

Предлагаемый купон в новом ОФЗ предполагает доходность 7.74 % на дюрации порядка 7 лет при размещении по 100 % – по нашим оценкам, это точно уровень кривой ОФЗ и в частности выпуска 46018, который, однако «не блещет» ликвидностью.

Вполне вероятно, что Минфин озвучит ориентир в размере 7.75-7.8 %, предлагая премию по верхней границе, но по факту аукцион пройдёт с минимальной премией, как было в прошлый раз с семилетним 26204, если не вмешается внешний фактор – в частности очередная порция негативных новостей из Японии.

Мы полагаем, что выпуск будет пользоваться спросом, так как потенциально может стать ликвидным ориентиром на длинном конце кривой. Учитывая дюрацию выпуска и текущую конъюнктуру, процентный риск серии 26205 выглядит очень заманчиво. В случае удачного размещения мы увидим волну спроса и на самые длинные бумаги корпоративного сектора: ВЭБ 06, Газпрнеф10, ФСК ЕЭС-11, ФСК ЕЭС-09, МТС 07, которые в понедельник подверглись коррекции.

## Кривая ОФЗ и новый выпуск 26205



Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

## Аукционы ОФЗ 2011

Дата	Выпуск	Срок	План	Факт	%	Yield, %	Bid	Prem	Bid/Cover
19.01.2011	ОФЗ 25076	3	30	29.8	99 %	7.03	59	2	1.95
26.01.2011	ОФЗ 25077	5	30	7.4	25 %	7.63	8	7	0.26
02.02.2011	ОФЗ 26204	7	30	Отмена	х	х	х	х	х
02.02.2011	ОФЗ 25078	2	30	53.6	179 %	6.46	68	3	2.27
09.02.2011	ОФЗ 50001	1	5	Отмена	х	х	х	х	х
09.02.2011	ОФЗ 25076	3	35	33.8	97 %	7.09	47	4	1.34
09.02.2011	ОФЗ 25078	2	25	46.5	186 %	6.45	70	2	2.80
16.02.2011	ОФЗ 25077	5	30	29.8	99 %	7.57	73	2	2.43
02.03.2011	ОФЗ 26203	5	20	18.8	94 %	7.62	38	2	1.90
09.03.2011	ОФЗ 25076	3	30	28.7	96 %	6.83	56	(4)	1.86
16.03.2011	ОФЗ 25077	5	30	10.2	34 %	7.60	16	—	0.55
23.03.2011	ОФЗ 26204	7	25	24.8	99 %	7.89	33	10	1.32
30.03.2011	ОФЗ 25075	4	10	9.60	96 %	7.21	34	(3)	3.42
30.03.2011	ОФЗ 26203	5	10	9.72	97 %	7.55	31	—	3.06
06.04.2011	ОФЗ 26204	7	20	18.75	94 %	6.91	60	1	3.00
13.04.2011	ОФЗ 26076	3	20	Отмена	х	х	х	х	х
<b>13.04.2011</b>	<b>ОФЗ 26205</b>	<b>10</b>	<b>20</b>						

Источник: Минфин, ЦБ, Банк Москвы

Юрий Нефёдов

**АИЖК: «ваниль» по оферте**

Вчера была открыта книга по АИЖК-19. Закрытие – в пятницу. С учетом выставленной оферты выпуск из структурированного (опцион call+амортизация) становится обычным «ванильным», как и в случае предыдущего размещения АИЖК-18. Ориентиры по купону (7.8-8.1 %) предполагают доходность в размере 8.03-8.35 % к 4-х летней оферте.

Данный уровень транслируется в премию 50 б.п. только по верхней границе к наиболее ликвидным выпускам эмитента на сопоставимой дюрации. Мы полагаем, что размещение интересно долгосрочным инвесторам, ориентированным на купонный доход, а не на capital gain.

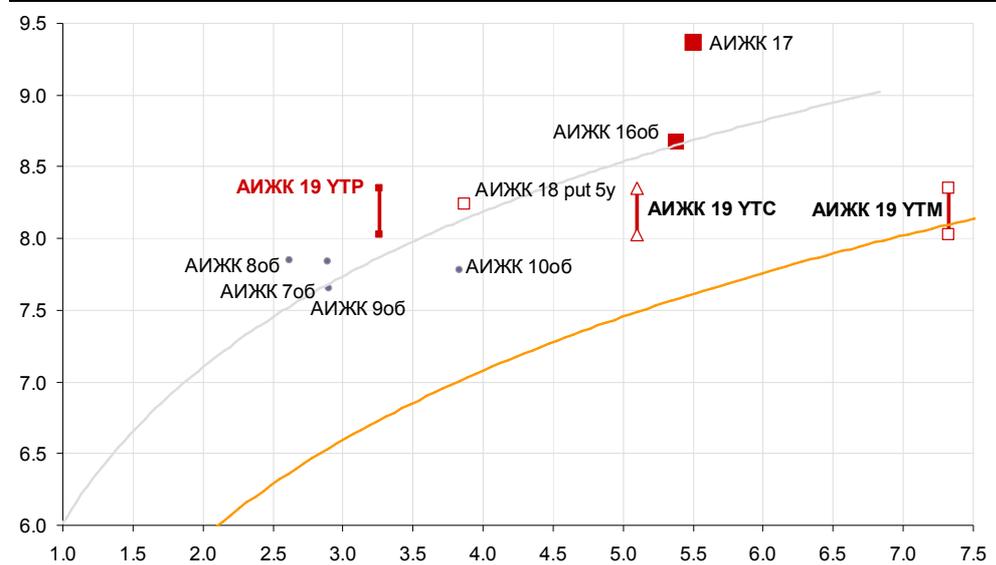
Этот тезис подтверждается тремя факторами:

- выпуск не биржевой, так что скорого выхода на вторичные торги ожидать не стоит;
- доходности АИЖК уже находятся на уровне октября 2010 года ( то есть отыграли рост ставок в декабре-январе, вызванный ожиданиями ужесточения политики ЦБ).
- даже наиболее «оборотистые» выпуски (8, 9) кривой не достаточно ликвидны для активной торговли.

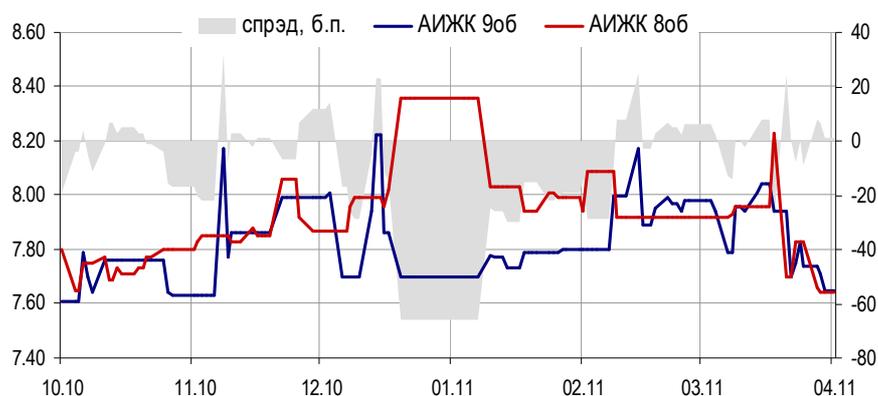
Ликвидность кривой АИЖК	
Выпуск	Оборот 3 мес. млн руб.
АИЖК 6об	1
АИЖК 5об	277
АИЖК 16об	434
АИЖК 11об	594
АИЖК 10об	661
АИЖК-10 А1	1 462
АИЖК 7об	1 599
<b>АИЖК 8об</b>	<b>1 760</b>
<b>АИЖК 9об</b>	<b>3 036</b>

Источник: ММВБ

Кривая АИЖК



Динамика доходности АИЖК



Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы  
*Юрий Нефёдов*

**РусГидро ставит на локальные облигации, ориентиры интересны на всем диапазоне**

## Параметры новых выпусков

Выпуски	01, 02
Номинальный объем, млн руб.	20 000
Объем размещения, млн руб.	15 000
Дата размещения	25.04.2011
Купон, %	8.15-8.40 %
Доходность, %	8.32-8.58 %
Оферта, лет	5 лет
Мод. дюрация, лет	3.8
Срок обращения, лет	10 лет
Рейтинги	BB+/WithDrawn/BB+

Источники: Cbonds, данные организаторов

## Событие

Вчера стало известно о том, что РусГидро (BB+/WithDrawn/BB+) открывает книгу заявок на приобретение рублевых облигаций серий 01 и 02 суммарным объемом 20 млрд руб. При этом объем размещения составит 15 млрд руб. - один из выпусков будет размещен частично. Ориентиры организаторов по купону – 8.15-8.40 %, что трансформируется в доходность к пятилетней оферте 8.32-8.58 %. Книга будет открыта до 21 апреля.

Полученные от размещения средства планируется направить на финансирование инвестиционной деятельности, а также частичное рефинансирование выпуска ГидроОГК-01, подлежащего погашению в июне 2011 года.

Мы полагаем, что новые облигации РусГидро интересны для участия по всему диапазону ориентируемой доходности. Более того, мы не исключаем смещения ориентиров вниз - в таком случае рекомендуем участвовать в размещении при УТР от 8.2 % и выше.

Наращивание долга эмитента за счет выпуска облигаций не повлияет на кредитное качество и рейтинги РусГидро, долговая нагрузка и прочие кредитные метрики которого останутся на комфортном уровне.

## Основные параметры обращающегося выпуска УК ГидроОГК

Выпуск	ГидроОГК-1
Объем выпуска, млн. руб.	5 000
Купон, %	8.1
Погашение	29.06.11
Дюрация, лет	0.2
Индикативная цена	100.7
УТМ/УТР	4.94
Спрэд к ОФЗ	125
Оборот за 3 мес, млн руб.	1 252
Число сделок за 3 мес.	183
Рейтинги	BB+/ WithDrawn/ BB+
Котировальный лист	Внеспис

Источники: ММББ, RD Банка Москвы

Менеджмент компании ранее уже заявлял о планах привлечения заемного финансирования в 2011 году, однако не было определенности с конкретным инструментом заимствования: рублевые евробонды, локальные облигации или банковский кредит. Решение о выборе наиболее эффективного инструмента заимствования планировалось принять по итогам сравнительного анализа их параметров непосредственно перед привлечением заемных средств. Компания сделала выбор в пользу наиболее рыночного способа привлечения капитала – размещение облигаций. При этом, выбор пал на рублевые бонды. Судя по всему, менеджмент компании расценивает внутреннюю конъюнктуру на рынке долговых инструментов в настоящий момент как наиболее комфортную.

В своем комментарии от 29.03.2011 «РусГидро: им не страшен новый долг» мы писали, что долговая нагрузка компании позволяет привлекать дополнительное финансирование, поэтому новый облигационный выпуск, на наш взгляд, не повлияет на кредитное качество эмитента, а кредитные метрики РусГидро останутся на комфортном уровне. Как следует из опубликованной недавно отчетности по РСБУ за 2010 год, текущий уровень долговой нагрузки РусГидро является низким: показатель «Долг/ЕБИТДА» составляет 0.72X, подавляющая часть долга является долгосрочной.

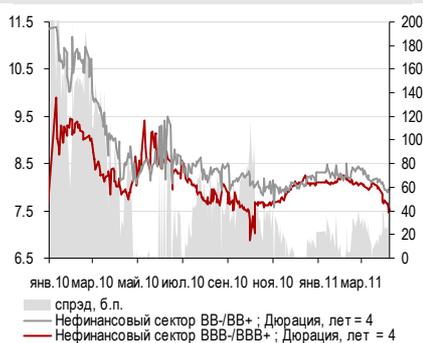
Долговая нагрузка компании будет постепенно увеличиваться - менеджмент компании не раз заявлял о планируемом отказе от государственных дотаций на инвестиционную программу. Согласно бизнес-плану компании до 2015 года краткосрочный долг РусГидро к этому времени может увеличиться до 35.2 млрд руб., долгосрочный – до 49 млрд руб. Но даже при столь масштабных планируемых заимствованиях «Совокупный долг/ЕБИТДА» в 2015 году вряд ли превысит 1.1X (прогноз по ЕБИТДА'15 – 90-95 млрд руб.).

Влияние на рынок.

В настоящее время на внутреннем рынке обращается один рублевый выпуск РусГидро (ГидроОГК-1, MDur – 0.22, УТМ 4.92 %), который в силу короткой дюрации не представляет особенного интереса.

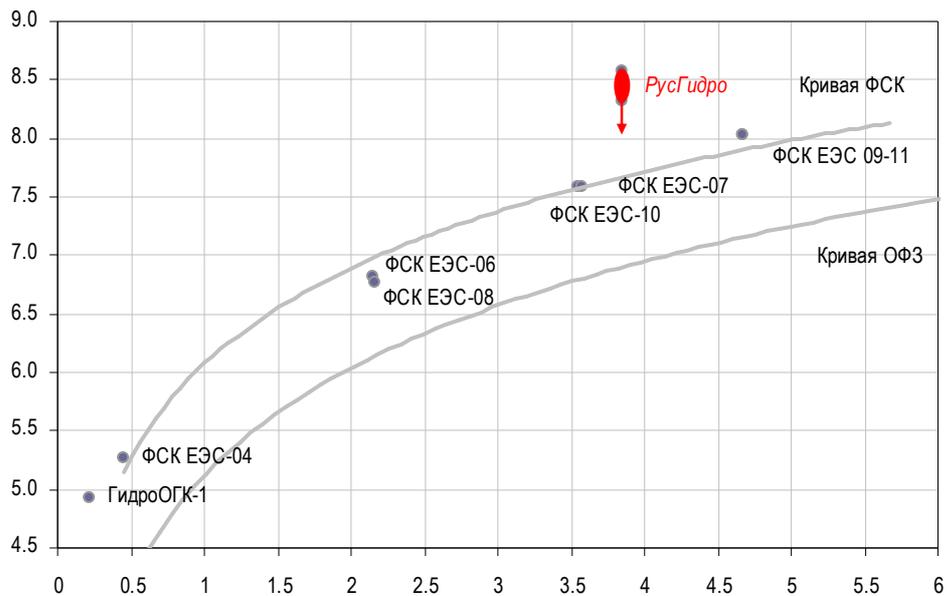
Мы полагаем, что выпуски РусГидро должны предоставлять премию к локальной кривой ФСК ЭЭС (BBB/Baa2/NR) в размере 30-40 б.п. за менее сильный кредитный профиль и разницу в кредитных рейтингах эмитентов в две ступени. Исходя из этого, мы считаем интересным участие в размещении новых выпусков РусГидро с доходностью от 8.2 % и выше, т.е. на всем индикативном диапазоне организаторов размещения – 8.32-8.58 %. Более того, мы не исключаем, что размещение может пройти ниже озвученных ориентиров.

## Индекс рублевой доходности облигаций нефинансового сектора на дюрации 4 года



Источники: ММББ, RD Банка Москвы

Карта доходности рублевых облигаций ФСК и РусГидро



Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

*Антон Дроздов, CFA, Екатерина Горбунова*

## Внутренний рынок

## Рынок устал от роста

Динамика ликвидных ОФЗ					
Выпуск	11.04			08.04.2011	
	Оборот, млн руб.	Yield, %	MDUR	bp	Цена, %
ОФЗ 46018	15	7.75	6.43	0	0.00
ОФЗ 26204	412	7.58	5.12	-1	0.10
ОФЗ 26203	131	7.17	4.19	-7	0.17
ОФЗ 25077	638	7.13	3.79	-2	0.07
ОФЗ 25075	10	6.92	3.47	0	0.02
ОФЗ 25076	273	6.23	2.50	-3	0.05
ОФЗ 25078	306	5.52	1.64	3	-0.05
ОФЗ 25073	293	5.05	1.20	2	-0.04

Источник: ММВБ

Вчера на рынке по всем признакам происходила консолидация: оборот менее 17 млрд руб., коррекция в длинных выпусках в размере 1-5 б.п. по доходности вверх: МТС 07 (MD 4.62/-0.1 %/ yield 8.32/+2 б.п.), ВЭБ 06 (MD 4.66/-0.13 %/ yield 8.12/+2 б.п.). Вместе с тем наблюдался спрос на короткий первый эшелон: РосселхБ10 (MD 1.6/0.39 %/ yield 6.62/-25 б.п.), ГазпромА11 (MD 2.49/0.4 %/ yield 6.82/-17 б.п.), РосселхБ 3 (MD 2.38/0.14 %/ yield 7.14/-7 б.п.). Мы рассматриваем вчерашнее снижение цен как передышку после уверенного ралли и фиксацию прибыли, так как поддержка в виде избыточной ликвидности, низких ставок денежного рынка и укрепления рубля никуда не исчезла. Очередная волна роста вполне вероятно после удачного аукциона ОФЗ в среду. Вчера в кривой ОФЗ наблюдалось падение объема и смешанная динамика – короткие выпуски падали в цене, длинные немного подрастали.

## Статистика торгов

Выпуск	Оборот, млн руб.	Сделки	Объем выпуска, млн руб.	Погашение	Оферта	Last	Изм, %	Yield, %	MDUR
Альянс БО1	303	7	5 000	04.02.14	-	103.0	-0.10	8.19	2.32
ВК-Инвест6	338	18	10 000	13.10.15	-	101.0	-0.05	8.19	3.43
ВолгогрОб9	400	7	2 000	04.06.14	-	102.0	0.30	7.11	1.89
ВЭБ 06	839	29	10 000	13.10.20	17.10.17	99.7	-0.13	8.12	4.66
Газпрнефт9	466	9	10 000	26.01.21	08.02.16	103.0	0.15	7.90	3.72
ГазпромА11	156	15	5 000	24.06.14	-	120.0	0.40	6.82	2.49
ГПБ БО-01	264	11	10 000	08.12.13	-	101.6	-0.04	7.22	2.24
ЕАБР04	201	4	5 000	06.02.18	11.02.14	101.3	-0.09	7.30	2.40
Зенит БО-1	925	17	5 000	07.04.13	07.04.12	100.7	-0.10	6.46	0.92
ИРКУТ БО-1	217	11	5 000	10.09.13	-	103.4	0.15	7.83	2.05
КраснЯрКр4	172	2	10 200	08.11.12	-	105.2	0.17	6.11	1.02
МГор58-об	235	8	15 000	01.06.11	-	100.8	-0.07	4.64	0.13
МГор62-об	1245	14	35 000	08.06.14	-	118.7	-0.01	6.72	2.47
Мечел 4об	157	22	5 000	21.07.16	26.07.12	115.9	0.25	6.26	1.08
Мечел 14об	193	12	5 000	25.08.20	01.09.15	106.1	0.05	8.50	3.37
Мечел 16об	559	7	5 000	09.02.21	18.02.14	101.0	-0.07	7.99	2.39
Мос.обл.7в	1186	6	16 000	16.04.14	-	101.1	0.04	7.71	2.45
Мосэнерго3	453	5	5 000	28.11.14	06.12.12	106.5	-0.19	6.18	1.43
МТС 07	239	14	10 000	07.11.17	-	102.8	-0.10	8.32	4.62
МТС 08	627	23	15 000	03.11.20	12.11.15	101.2	-0.10	8.00	3.52
НорНик БО3	202	2	15 000	30.07.13	-	100.8	-0.09	6.72	2.01
ПромсвББО3	191	23	5 000	04.02.14	-	102.0	-0.02	7.93	2.35
РЖД БО-01	321	8	15 000	05.12.12	-	105.4	0.00	6.04	1.44
РосселхБ 3	158	4	10 000	09.02.17	13.02.14	105.7	0.14	7.14	2.38
РосселхБ10	323	10	5 000	29.01.20	06.02.13	104.2	0.39	6.62	1.60
РосселхБО1	187	10	5 000	28.08.13	29.08.12	101.3	-0.06	6.28	1.26
РосселхБО5	233	8	10 000	28.08.13	29.08.12	101.4	0.15	6.22	1.26
РУСАЛБАл07	244	10	15 000	22.02.18	03.03.14	100.6	-0.08	8.21	2.42
ТГК-1 02	225	13	5 000	01.07.14	11.07.11	102.8	-0.03	5.47	0.24
ХКФ Банк-5	167	2	4 000	17.04.13	19.10.11	101.2	0.30	6.03	0.48

Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Юрий Нефёдов

## Глобальные рынки

## Япония может помешать росту

Вчера на рынке еврооблигаций также наблюдалась фиксация прибыли в корпоративных выпусках. Несмотря на сильную отчетность, облигации Альфа-банка выросли в доходности на длинном конце кривой на 1.5-2 б.п. Продолжил дорожать евробонд Ренессанс Кредита (+0.3 %), бумаги других банков стояли на месте или корректировались в рамках 1 б.п. в цене, особенно длинный первый эшелон. Были покупки в недолларовом Газпроме (фунт, евро), но цена выпусков выросла также в рамках 0.1-0.3 %. Суверенная кривая чувствовала себя более уверенно – суверенный спрэд сократился до 109 б.п., где начнет испытывать более сильное сопротивление, так как 100 б.п. – исторический минимум. Рублевый евробонд 2018 упорно стоит на максимумах - вчера 106 % от номинала (76 б.п. к 26204). После вчерашнего повышения уровня загрязнения на Фукусиме до 7-го уровня и сегодняшних сообщений о новых толчках в Японии весьма вероятно, что рынок сегодня будет «не в форме».

Базовые кривые				
	11.04	D	M	YTD
UST*3m	0.036	-	- 3	- 8
UST*6m	0.097	-1	- 3	- 8
UST*2	0.826	2	18	23
UST*5	2.319	1	26	31
UST*10	3.587	1	18	29
UST*30	4.655	1	11	32
EU*3m	0.902	-1	16	51
EU*6m	1.120	-0	19	60
EU*2	1.911	1	26	105
EU*5	2.814	1	31	98
EU*10	3.491	1	28	53
EU*30	3.969	1	36	55
EFSF	3.260	1	27	43
Ru30US10	109	-13	-23	- 37
RuCDS 5	123	1	- 9	- 23

Источники: Bloomberg, Банк Москвы

*Юрий Нефёдов*

## Корпоративные новости

## Магнит ускоряется, но его бонды стоят уже дорого

## Событие

Вчера Магнит опубликовал операционные показатели за март и 1-й квартал 2011 г. Розничная выручка компании повысилась более чем на 53 % г-к-г в рублях до 27.3 млрд руб. (\$ 960 млн) вследствие увеличения торговой площади на 36 %, а также роста сопоставимых продаж более чем на 20 % в 1-м квартале. Сильные результаты, тем не менее, вряд ли окажут влияние на уже дорогие выпуски этого эмитента.

Наиболее перекуплен, с нашей точки зрения, размещенный в марте выпуск Магнит БО-5, текущая доходность которого составляет 7.6 % к погашению через три года. За месяц кривая доходности облигаций Магнита сместилась вниз примерно на полфигуры.

По сравнению с выпусками Магнита привлекательно смотрится выпуск Икс5-01, доходность которого около 8.5 % на дюреции 2.6 года при большем объеме бизнеса этого эмитента, при наличии у него рейтингов (BB-/B1/-), а также ломбардном статусе выпуска. Мы полагаем, что выпуск Икс5 01 имеет потенциал снижения доходности более чем на фигуру.

## Комментарий

По данным компании, рост чистой розничной выручки магазинов сети в марте составил 53.8 % в рублях, при этом продажи в магазинах «у дома» выросли на 48 %, а продажи гипермаркетов на 112 % по отношению к марту прошлого года. Продажи в сопоставимых магазинах (LFL-продажи) увеличились в 1-м квартале в целом по сети более чем на 20 %, при росте среднего чека на 13.4 % (что, в общем, соответствует темпам продуктовой инфляции), а также увеличению числа покупателей на 5.9 %. Рост LFL-продаж в магазинах «у дома» превысил аналогичный показатель гипермаркетов (+20.7 % против +13.5 %).

Операционные результаты (сохранение роста выручки, а также рост LFL-продаж более чем на 20 %) подтверждают оптимистичные прогнозы менеджмента компании на конец года.

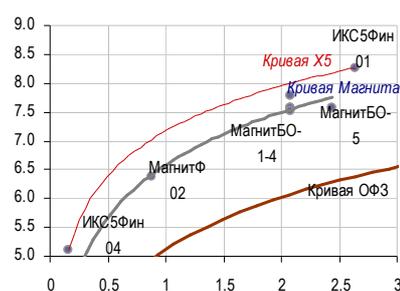
## Влияние на рынок

Мы рассматриваем опубликованные результаты как позитивные для Магнита, однако выпуски облигаций этого эмитента в настоящий момент сложно назвать дешевыми.

Все пять обращающихся биржевых выпусков этой компании на общую сумму 10.5 млрд руб., торгуются в списке «А1» ММВБ. Существенным недостатком облигаций серий БО-1-БО-4, размещенных полгода назад, является небольшие объемы эмиссий, ограничивающие ликвидность выпусков. Наиболее свежий бонд Магнита – БО-5 на 5 млрд руб., как мы и ожидали, стал новой ликвидной «фишкой» сектора. За месяц после начала обращения с выпуском совершены сделки на 3.6 млрд руб. Выпуск стал лидером по объемам среди прочих бумаг эмитента. Между тем, интенсивная торговля привела к его существенной переоценке: Магнит БО-5 в настоящий момент торгуется с доходностью около 7.6 % на дюреции 2.4 года, что на четверть фигуры ниже кривой Магнита. В целом, за март кривая Магнита снизилась на 40-60 б.п.

Отмечаем, что по сравнению с выпусками Магнита привлекательно смотрится выпуск Икс5 01, доходность которого около 8.5 % на дюреции 2.6 года при большем объеме бизнеса этого эмитента, наличии у него рейтингов (BB-/B1/-), а также ломбардного статуса бумаги. Мы полагаем, что выпуск Икс5 01 имеет потенциал снижения доходности более чем на фигуру.

Кривые доходности «Магнита» и Икс5



Источники: ММВБ, расчеты RD Банк Москвы

## Характеристики обращающихся выпусков «Магнита»

Выпуск	БО-1	БО-2	БО-3	БО-4	БО-5	02 об
Объем выпуска, млн руб.	1 000	1 000	1 500	2 000	5 000	5 000
Погашение	09.09.13	09.09.13	09.09.13	09.09.13	28.02.14	23.03.12
Дюрация, лет	2.1	2.1	2.1	2.1	2.4	0.9
УТМ/УТР	7.56	7.79	7.65	7.72	7.59	6.39
Оборот за 3 мес, млн руб.	682	709	2 037	1 947	3 576	2 704
Котировальный лист	A1	A1	A1	A1	A1	Б

Источник: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Екатерина Горбунова, Виталий Купеев

**X5 Retail Group: интеграция «Копейки» может завершиться досрочно**Событие

В пятницу X5 Retail Group опубликовала операционные показатели за 1-й квартал 2011 г.

Операционные результаты X5 мы рассматриваем как позитивные. Планируемое ускорение процесса интеграции Копейки должно привести к нивелированию все еще сохраняющегося спреда между бондами Копейки к Икс5 в диапазоне 50-70 б.п.

**Чистая розничная выручка X5 Retail Group по форматам, млн руб.**

млн руб.	1 кв. 2010	1 кв. 2011	г-к-г
<b>Консолидированная розничная выручка</b>	<b>75 753</b>	<b>111 989</b>	<b>48 %</b>
Розничная выручка (иск. «Копейку»)	75 753	97 637	29 %
Гипермаркеты	14 080	16 352	16 %
Супермаркеты	19 313	25 153	30 %
Дискаунтеры	42 239	55 272	31 %
Копейка	-	14 352	N/A

Динамика LFL-продаж, 1 кв.2010 г.	Всего	Трафик	Чек
Гипермаркеты	2 %	1 %	1 %
Супермаркеты	19 %	9 %	10 %
Дискаунтеры	12 %	2 %	10 %
Копейка	-5 %	-8 %	3 %
<b>X5 Retail Group</b>	<b>12 %</b>	<b>4 %</b>	<b>8 %</b>

Источник: данные компании

Комментарий

В 1-м квартале 2011 г. X5 показала существенный рост выручки на фоне увеличения продаж в сопоставимых магазинах на 12 % (против роста на 10 % и 6 % в 4-м и 3-м кварталах соответственно), расширению торговой площади сети на 18 % год-к-году, а также консолидации Копейки.

Результаты X5 свидетельствуют о существенном улучшении покупательских трендов в супермаркетах (рост LFL-продаж на 19 %), а также о наметившемся развороте тренда в гипермаркетах, где LFL-трафик увеличился впервые за последние семь кварталов. В то же время продажи гипермаркетов в Санкт-Петербурге по-прежнему страдают от сильной конкуренции со стороны других игроков.

Интеграция Копейки, судя по всему, завершится досрочно: Менеджмент X5 принял решение ускорить интеграцию этой компании и завершить весь процесс до конца 2011 года. На сегодняшний момент 45 из 652 магазинов Копейки уже реформатированы в «Пятерочку». По данным X5, реформатированные магазины показывают существенный рост LFL-продаж (около 20 %), в то время как LFL-продажи остальных магазинов Копейки снизились на 5 % в 1-м квартале.

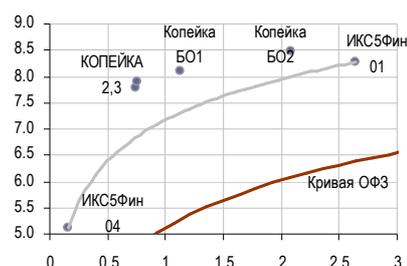
Влияние на рынок

В целом мы рассматриваем результаты X5 как позитивные для компании. Мы отмечаем, что ускорение процесса интеграции Копейки должно привести к нивелированию все еще сохраняющегося спреда между бондами Копейки к Икс5.

**Характеристики обращающихся выпусков X5 Retail Group и «Копейки»**

Выпуск	ИКС5Фин 01	ИКС5Фин 04	КОПЕЙКА 02	КОПЕЙКА 03	КопейкаБО1	КопейкаБО2
Объем выпуска, млн руб.	9 000	8 000	4 000	4 000	3 000	3 000
Купон, %	8.0	18.5	16.5	9.8	9.5	9.0
Дюрация, лет	2.6	0.2	0.7	0.8	1.1	2.1
УТМ/УТР	8.47	5.20	7.78	7.89	8.01	8.35
Оборот за 3 мес, млн руб.	2 977	5 653	1 178	1 463	2 109	2 763
Котировальный лист	Б	Б	Б	Б	В	В

Источник: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

**Кривые доходности «Копейки» и Икс5**

Источники: ММВБ, расчеты RD Банк Москвы

Виталий Купеев, Екатерина Горбунова

Монитор кривой ОФЗ

Текущая таблица относительной стоимости

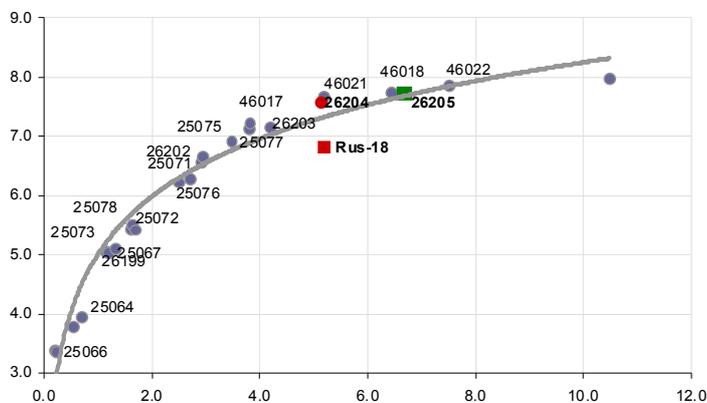
В настоящий момент недооценёнными относительно модельной кривой считаем ликвидные выпуски

Динамика за день											
08.04.11											
11.04.11											
Выпуск	Оборот, млн руб	Yield, %	MDUR	bp	Цена, %	Текущ. Спрэд (б.п.)*	yield, bp**	Потенциал (цена)	Yield, %	MDUR	Sprd T-1
ОФЗ 25074	-	3.39	0.21	-4	0.00	58	-48	0.10	3.43	0.22	60
ОФЗ 25066	203	3.36	0.23	-1	-0.06	43	-33	0.08	3.37	0.24	42
ОФЗ 25063	-	3.8	0.55	-4	0.00	-37	27	-0.15	3.84	0.56	-33
ОФЗ 25064	-	3.96	0.70	-8	0.00	-55	45	-0.32	4.04	0.71	-47
ОФЗ 26199	323	5.06	1.14	10	-0.13	-13	3	-0.04	4.96	1.15	-24
ОФЗ 25073	293	5.05	1.20	2	-0.04	-22	12	-0.14	5.03	1.21	-24
ОФЗ 25067	37	5.12	1.32	-2	-0.02	-28	18	-0.24	5.14	1.33	-27
ОФЗ 25072	536	5.45	1.60	-1	0.01	-22	12	-0.20	5.46	1.61	-22
ОФЗ 25078	306	5.52	1.64	3	-0.05	-19	9	-0.14	5.49	1.65	-22
ОФЗ 25065	108	5.43	1.69	20	-0.40	-32	22	-0.37	5.23	1.70	-52
ОФЗ 25076	273	6.23	2.50	-3	0.05	-7	fair	-	6.26	2.51	-5
ОФЗ 25068	-	6.29	2.70	-2	0.00	-12	2	-0.05	6.31	2.71	-10
ОФЗ 26202	289	6.57	2.92	-18	0.50	5	fair	-	6.75	2.92	23
ОФЗ 25071	757	6.66	2.95	2	-0.09	13	-3	0.08	6.64	2.95	10
ОФЗ 25075	10	6.92	3.47	0	0.02	16	-6	0.20	6.92	3.48	15
ОФЗ 25077	638	7.13	3.79	-2	0.07	24	-14	0.54	7.15	3.80	26
ОФЗ 46017	-	7.22	3.81	0	0.00	33	-23	0.86	7.22	3.82	32
ОФЗ 26203	131	7.17	4.19	-7	0.17	14	-4	0.18	7.24	4.19	21
ОФЗ 26204	412	7.58	5.12	-1	0.10	27	-17	0.87	7.59	5.13	27
ОФЗ 46021	189	7.67	5.18	-1	0.06	35	-25	1.27	7.68	5.18	34
ОФЗ 46018	15	7.75	6.43	0	0.00	12	-2	0.13	7.75	6.44	11
ОФЗ 46022	26	7.86	7.50	0	0.00	1	fair	-	7.86	7.51	0
ОФЗ 46020	25	7.98	10.48	0	0.00	-34	24	-2.49	7.98	10.48	-36

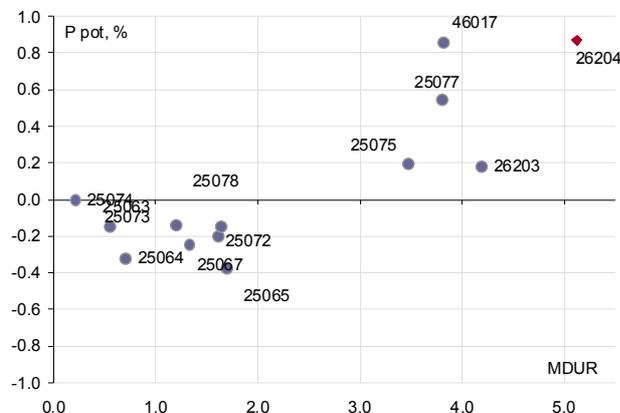
\*к модельной кривой ОФЗ

\*\* изменение для достижения справедливого спреда над/под кривой 10 б.п.

Кривая ОФЗ



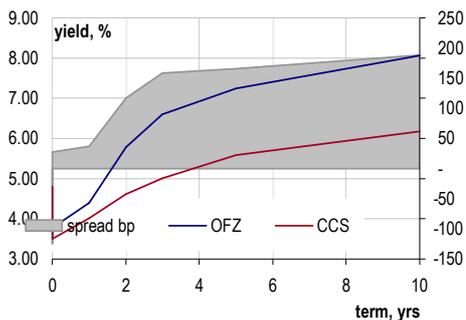
Потенциал и дюрация



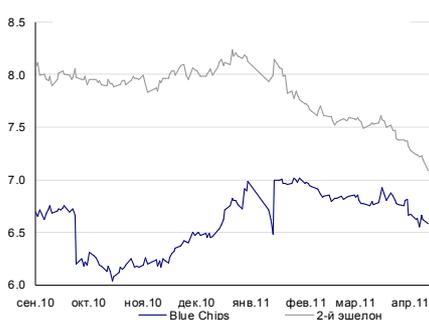
Юрий Нефёдов

Российский долговой рынок

Кривые ОФЗ и CCS



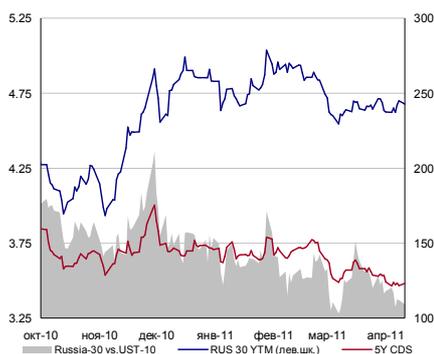
Индексы ВМВІ эшелоны



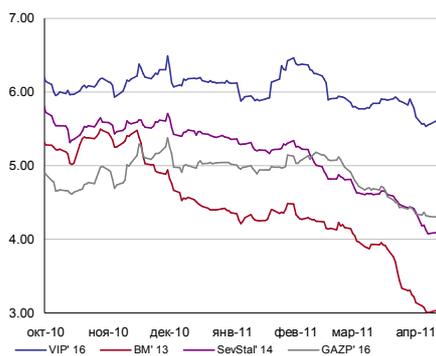
Индексы ВМВІ рейтинги



Суверенный риск России



Корпоративные еврооблигации

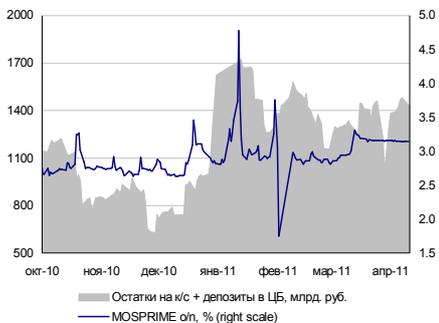


CDS корпораций

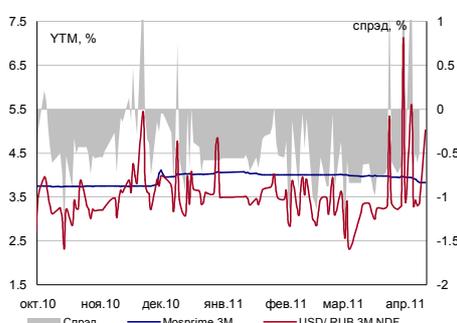


Денежно-валютный рынок

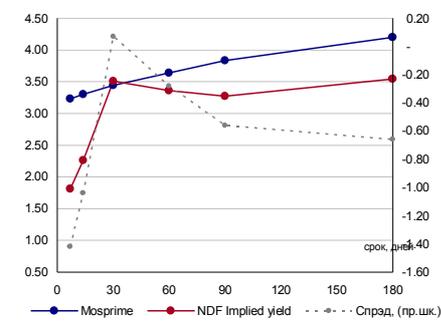
Ликвидность и ставки



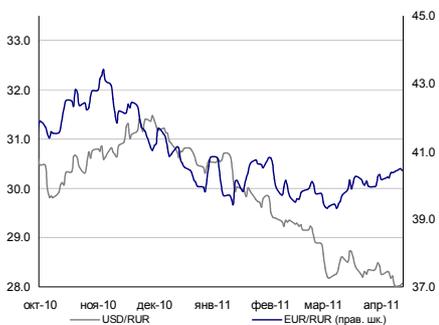
Форвардный базис



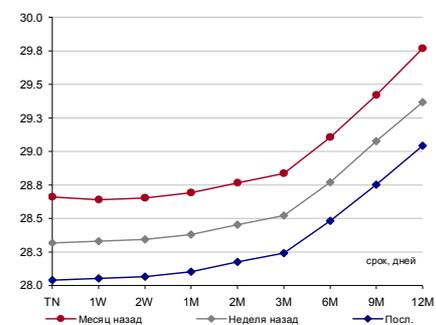
Спрэды денежного рынка



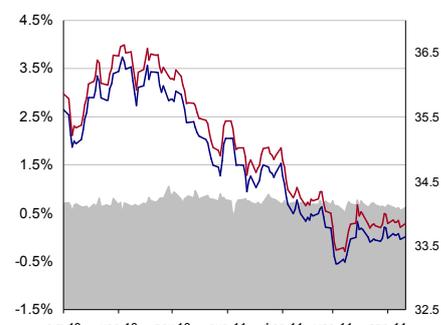
Курс рубля



Форвардные кривые



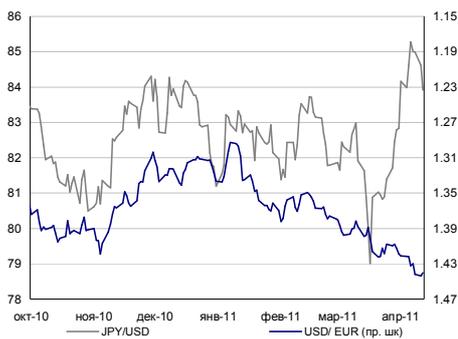
Своп-поинты 3 месяца



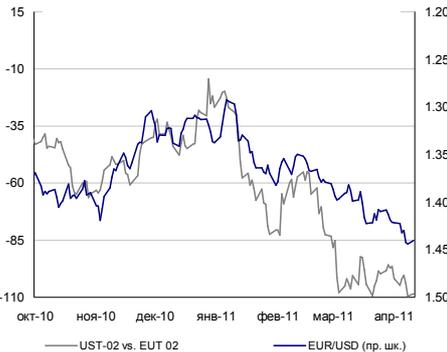
Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

Глобальный валютный и денежный рынок

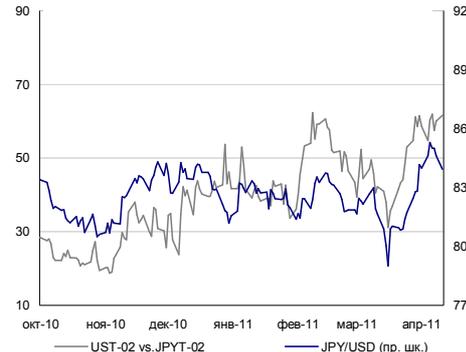
Основные валюты



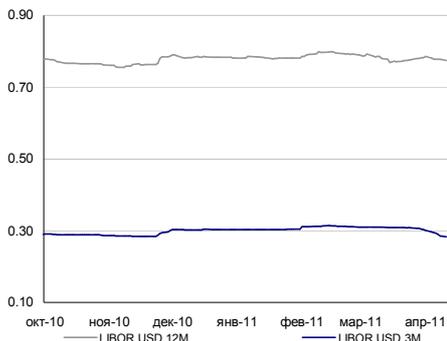
Ставки и курсы евро/доллар



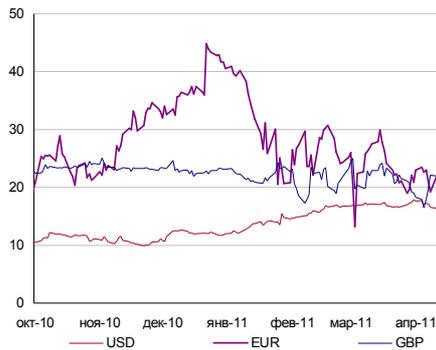
Ставки и курсы иена/доллар



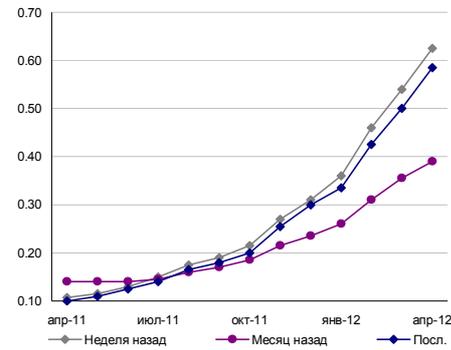
LIBOR USD



LIBOR-OIS

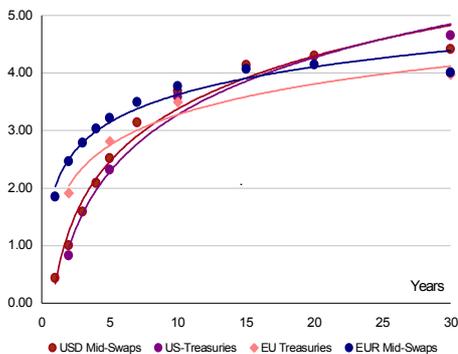


FED RATE ожидания

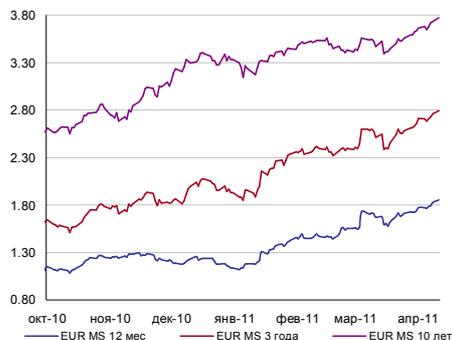


Глобальный долговой рынок

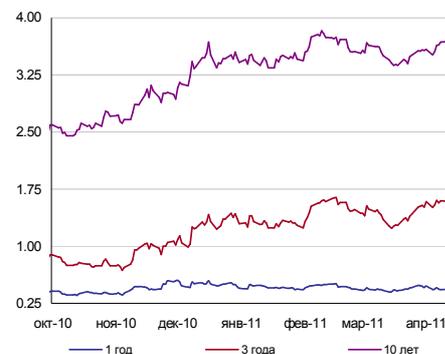
Базовые кривые



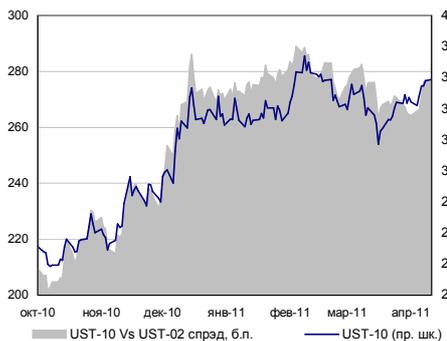
EUR IRS (mid)



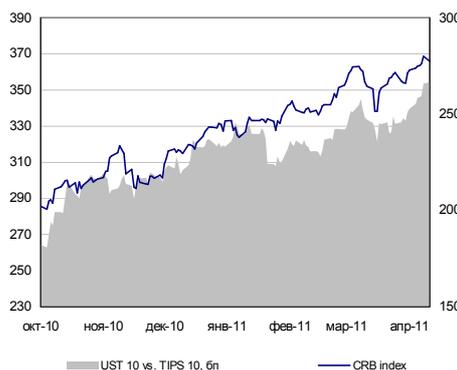
USD IRS (mid)



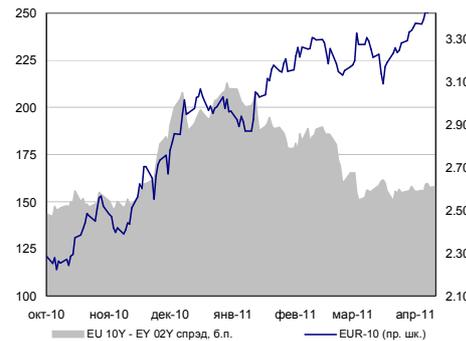
UST



Инфляционные ожидания

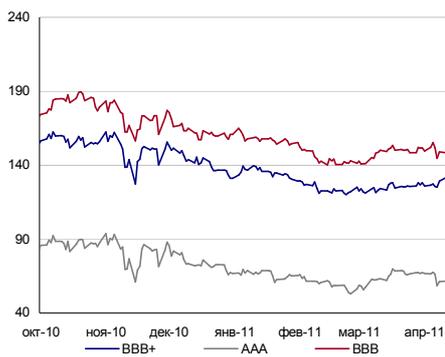


Bundes

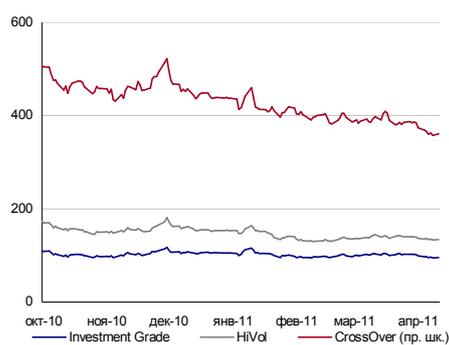


Глобальный кредитный риск

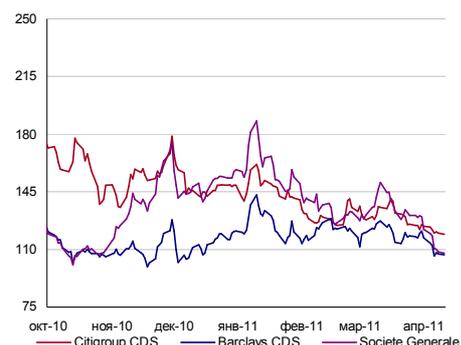
US Industrials spread



CDS iTraxx Europe 5y

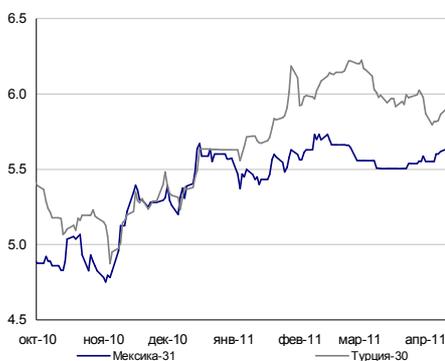


CDS Global Banks

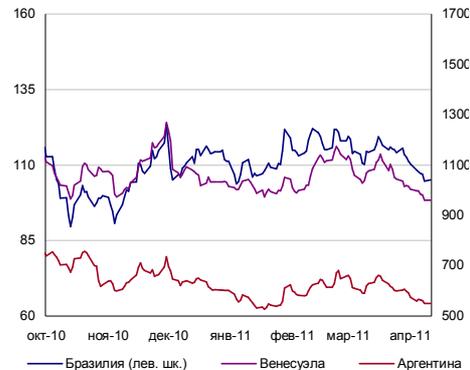


Emerging markets

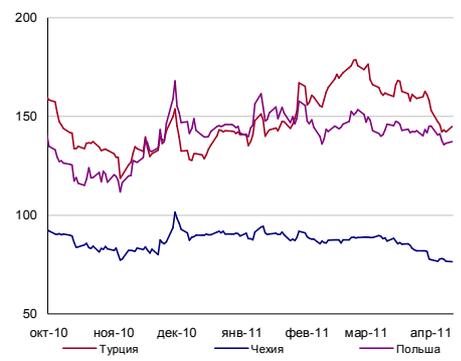
Еврооблигации EM



Lat Am CDS



EMEA CDS

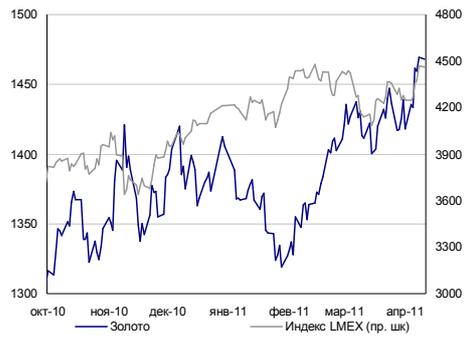


Товарные рынки

Нефть



Драгметаллы



CRB food



Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

**Аналитический департамент**

Тел: +7 495 925 80 00 доб. 1404

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank of Moscow Research@mmbank.ru

**Директор департамента**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@mmbank.ru

**Нефть и газ**

Денис Борисов

Borisov\_DV@mmbank.ru

Сергей Вахрамеев

Vahrameev\_SS@mmbank.ru

**Экономика**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@mmbank.ru

**Стратегия**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@mmbank.ru

Юрий Волов, CFA

Volov\_YM@mmbank.ru

Юрий Нефедов

Nefedov\_YA@mmbank.ru

**Металлургия**

Юрий Волов, CFA

Volov\_YM@mmbank.ru

Андрей Кучеров

Kucherov\_AA@mmbank.ru

**Финансовый сектор**

Виктория Чичуа

Chichua\_VT@mmbank.ru

**Минеральные удобрения**

Юрий Волов, CFA

Volov\_YM@mmbank.ru

**Электроэнергетика**

Михаил Лямин

Lyamin\_MY@mmbank.ru

Иван Рубинов, CFA

Rubinov\_IV@mmbank.ru

**Потребсектор**

Виталий Купеев

Kupееv\_VS@mmbank.ru

**Долговые рынки**

Юрий Нефедов (руководитель группы)

Nefedov\_YA@mmbank.ru

Анастасия Сарсон

Sarson\_AY@mmbank.ru

Екатерина Горбунова

Gorbunova\_EB@mmbank.ru

Антон Дроздов, CFA

Drozdov\_AY@mmbank.ru

**Машиностроение / транспорт**

Михаил Лямин

Lyamin\_MY@mmbank.ru

Дмитрий Доронин

Doronin\_DA@mmbank.ru

**Телекоммуникации**

Кирилл Горячих

Goryachih\_KA@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.