

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- Покупки в UST в пятницу как следствие **снижения инфляционных ожиданий в американской экономике** и роста опасений относительно темпов увеличения ВВП
- МВФ рекомендует европейцам рассмотреть вопрос **реструктуризации госдолга Греции**; доходности по госбумагам страны бьют рекорды, но рынки пока этого не замечают
- РФ может доразместить **суверенные евробонды в рублях**; рынок хорошо воспримет новые российские бумаги, в долгосрочной перспективе поддержку окажет низкий уровень госдолга
- Рост котировок** в корпоративных еврооблигациях и затишье в суверенных; рублевый евробонд РФ продолжает дешеветь
- РСХБ** доразместил рублевые евробонды с премией ко вторичке; верим в рост котировок
- Renaissance Financial Holding Limited** и **Промсвязьбанк** разместили еврооблигации; доходности по обеим бумагам интересны
- Российский долговой рынок**: ждем слабого позитива на открытии торгов; золото вновь бьет рекорды, а нефть «держит оборону» ([стр. 2-4](#))

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- Уровень **ликвидности** остается **комфортным**; хорошая база для предстоящих налогов
- Не исключаем небольшого **подъема ставок** денежного рынка к концу недели с уплатой НДС и НДСП
- В пятницу **покупки в рублевом долге** возобновились, 10-летний выпуск **ОФЗ 26205** практически вернулся к цене размещения
- АИЖК** закрыло книгу на покупку облигаций серии А-19; премии ко вторичному рынку не предполагается
- Крайинвестбанк** установил купон на уровне 9.25% по новому выпуску облигаций; не ожидаем роста котировок бумаг
- УБРИР** размещает рублевые облигации; справедливый уровень доходности видим ближе к верхней границе диапазона по купону
- Рособоронпром** размещается со второй попытки; не ждем, что бонд станет рыночным; госгарантии на тело долга и длинная дюрация привлекут ограниченный круг инвесторов ([стр. 5-6](#))

МАКРОЭКОНОМИКА

- Промпроизводство** демонстрирует неуверенную динамику; определяющую роль в решении **ЦБ по ставкам** сыграют данные по **инвестициям** ([стр. 7-8](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- VimpelCom Ltd.** закрыл сделку с Wind Telecom, а его самый крупный акционер Altimo хочет расторгнуть соглашение с Telenor; акционерный конфликт получил свое развитие, что негативно для бондов ВымпелКома
- НМТП**: рейтинг снижен на 2 ступени, однако держателям евробондов не стоит опасаться столь консервативного действия; положительных факторов все равно больше ([стр. 9-10](#))
- Рейтинг **Евраз** от Fitch был повышен до «BB-/стабильный». Агентство первым перевело компанию в категорию «double-B» эмитентов. На наш взгляд, решение запоздало на несколько месяцев

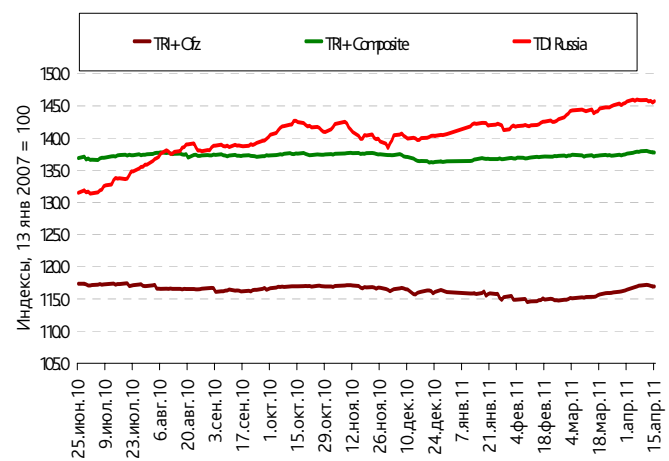
КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↑ 175.00	8.00	-11.00	-24.00
EMBI+ spread	↑ 265.26	4.56	-11.26	24.13
Russia 30 Price	↓ 116.39	-0	+0	+ 6/8
Russia 30 Spread	↑ 129.50	+8.20	-8.00	-19.00
Russia 5Y CDS	↑ 128.79	+0.58	-4.08	-17.71
UST 10y Yield	↓ 3.41	-0.08	+0.14	+0.08
BUND 10y Yield	↓ 3.377	-0.05	+0.19	+0.46
UST 10y/2y Yield	↓ 272.1	-1	+3	-2
Mexico 33 Spread	↑ 231	+5	-10	-1
Brazil 40 Spread	↓ 126	-1	-28	+176
Turkey 34 Spread	↑ 281	+2	-20	+24
ОФЗ 26199	↓ 5.19	-0.00	-0.30	-1.05
Москва 50	↓ 4.75	-0.01	-0.73	-1.13
Мособласть 8	↓ 7.02	-0.04	-0.76	-1.51
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	0.00
MTC 3	↔ 7.50	-	+0.48	+0.04
Руб / \$	↑ 28.221	+0.107	-0.521	-2.129
\$ / EUR	↓ 1.443	-0.006	+0.025	+0.108
Руб / EUR	↑ 40.830	0.070	0.721	0.343
NDF 1 год	↑ 4.110	+0.010	-0.060	-0.590
RUR Overnight	↑ 3.15	+0.6	+0.2	
Корсчета	↑ 660	+69.50	+41.30	-228.30
Депозиты в ЦБ	↓ 706.6	-126.90	-87.90	+137.00
Сальдо опер. ЦБ	↓ 432.40	-87.60	-107.20	+496.20
RTS Index	↑ 2036.76	+0.19%	+3.72%	+14.91%
Dow Jones Index	↑ 12341.83	+0.46%	+4.08%	+5.75%
Nasdaq	↑ 2764.65	+0.16%	+4.58%	+2.72%
Золото	↑ 1485.35	+0.58%	+4.00%	+4.99%
Нефть Urals	↑ 119.61	+0.88%	+8.41%	+29.73%

TRUST Bond Indices

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↑ 254.02	0.44	3.16	8.44
TRIP Composite	↓ 236.46	-0.02	0.79	2.28
TRIP OFZ	↑ 185.77	0.00	1.98	1.76
TDI Russia	↑ 228.41	0.29	1.81	6.16
TDI Ukraine	↑ 229.41	0.21	4.40	7.11
TDI Kazakhs	↑ 188.33	0.33	2.61	6.46
TDI Banks	↑ 227.51	0.32	2.09	6.74
TDI Corp	↑ 242.07	0.42	2.14	7.37

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices



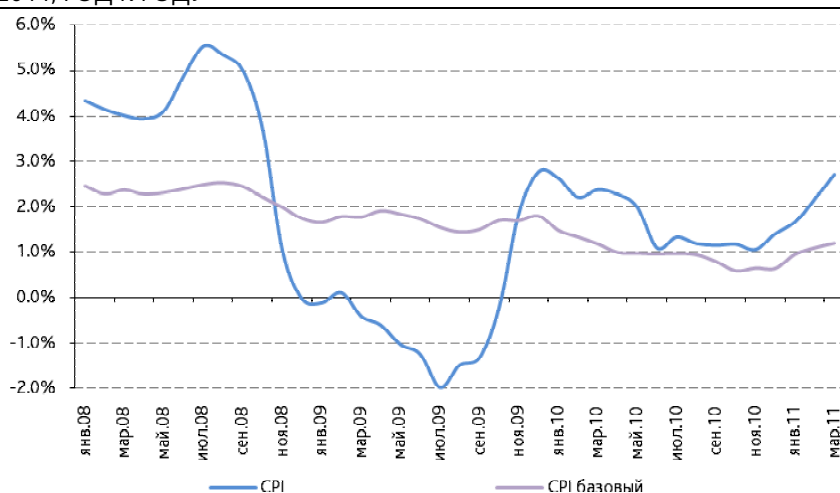


ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Покупки в UST в пятницу как следствие снижения инфляционных ожиданий в американской экономике и роста опасений относительно темпов увеличения ВВП

В качестве драйвера дальнейшего движения цен UST мы называли данные по потребительской инфляции в США за март, которые были обнародованы в пятницу. В прошедшем месяце ситуация мало отличалась от января и февраля – общая инфляция продолжила ускоряться (+2.7% год к году) при относительно стабильной базовой инфляции (+1.2% при аналогичном консенсус-прогнозе Reuters, против +1.1% в феврале).

ДИАГРАММА. СЕЗОННО СКОРРЕКТИРОВАННЫЕ ИНДЕКСЫ ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ ЦЕН – СОВОКУПНЫЙ И БАЗОВЫЙ, ЯНВАРЬ 2008 – МАРТ 2011, ГОД К ГОДУ



Источник: <http://www.bls.gov>, НБ «Траст»

Собственно, с момента публикации рассматриваемых цифр покупки в UST активизировались – в течение следующего получаса доходность **UST10** снизилась на 2 бп до 3.43%, а на закрытие основной американской сессии она составляла 3.41% (на сегодняшнее утро – около 3.42%).

В качестве роста спроса на американский госдолг отметим и выросшие опасения относительно темпов роста США. Напомним, что [прогноз](#) роста реального ВВП в 2011 году, озвученный в протоколе ФРС по итогам январского заседания, находится в диапазоне 3.4-3.9%. Наш прогноз данного показателя, озвученный в [стратегии](#) долговых рынков на 2011 год, составляет 2.6-2.9% (разница в 0.3% относится на продолжение/прекращение стимулирования экономики).

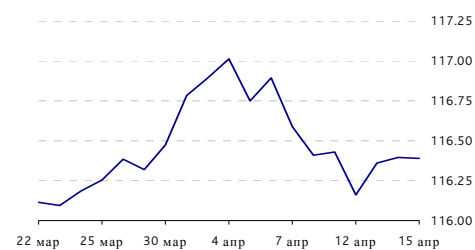
МВФ рекомендует европейцам рассмотреть вопрос реструктуризации госдолга Греции; доходности по госбумагам страны бьют рекорды, но рынки пока этого не замечают

Европейская долговая сага, кажется, вновь набирает обороты. Как сообщила на выходных WSJ, руководители МВФ считают ситуацию с госдолгом Греции неустойчивой и обратились к лидерам ЕС и ЕЦБ с рекомендацией рассмотреть до конца текущего года вопрос реструктуризации.

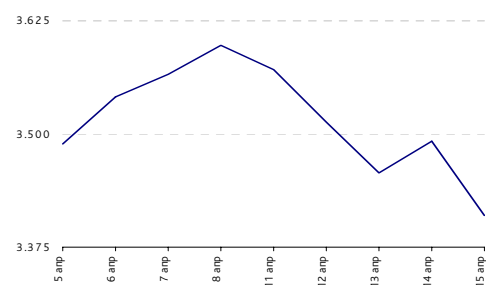
«Страсти по Греции» были популярной темой в течение последних нескольких дней. В результате стоимость страхования госдолга Афин за предыдущую неделю выросла на 150 бп – в понедельник пятилетний CDS-спред на Грецию составляет 1,189.7 бп. Доходность же по десятилетним госбумагам страны взлетела в пятницу на 50 бп и прибавила еще 26 бп в понедельник, перевалив за отметку 14%.

Мы бы вновь хотели отметить, что долговые проблемы европейской «периферии» не закончились на спасении Португалии. Любопытно, однако, что рынки не обращают на них почти никакого внимания (надолго ли?), сосредотачиваясь на других темах, как то перспективы экономического роста в США и динамика цен на нефть.

Russia 30 (Price)



US Treasuries 10 Year (YTM)





РФ может доразместить суверенные евробонды в рублях; рынок хорошо воспримет новые российские бумаги, в долгосрочной перспективе поддержку окажет низкий уровень госдолга

Замминистра финансов РФ С. Сторчак в пятницу вновь коснулся темы дополнительных суверенных займов на 2011 г. По его мнению, целесообразно было бы закрепить успех первого рублевого евробонда, доразместив в данном инструменте еще до RUB40 млрд. Затем, по его мнению, можно будет выходить на рынок с еврооблигациями в долларах или евро.

С нашей точки зрения, доразмещение суверенной евробумаги в рублях действительно является вероятным сценарием – и именно сейчас, когда на мировых рынках сложилась в целом благоприятная конъюнктура (высокие цены на нефть, возможность укрепления рубля в краткосрочной перспективе). Возможно, доразмещение РСХБ рублевых еврооблигаций станет для суверенной России показателем рыночного спроса на рублевый риск.

На более же отдаленной перспективе российские суверенные бумаги, как мы отмечали в «Стратегии-2011», будут смотреться совсем неплохо относительно инструментов других развивающихся и даже развитых стран, учитывая благоприятные показатели госдолга. Именно в этом ключе высказался в пятницу и непосредственный начальник С. Сторчака, министр финансов РФ А. Кудрин. По его словам, некоторые страны уже находятся в опасной зоне в плане госдолга. Так, отношение госдолга России к ВВП составляет около 11%, в то время как у Италии и Японии этот показатель превышает 100% и 200% соответственно.

Рост котировок в корпоративных еврооблигациях и затишье в суверенных; рублевый евробонд РФ продолжает дешеветь

Российские корпоративные еврооблигации в пятницу продемонстрировали неплохой рост котировок на фоне повышения аппетита инвесторов к рисковому активу ввиду сильных данных по промпроизводству и доверию потребителей в США, в то время как динамика в суверенных выпусках была более сдержанной.

В нефтегазовом секторе спросом пользовались длинные бумаги Газпрома (40-60 бп), Лукойла (15-30 бп) и ТНК-ВР (20-30 бп). Из второго эшелона стоит отметить выпуски **Evrax 15** и **Evrax 18**, прибавившие 40 и 50 бп соответственно. Среди банков также были популярны долгосрочные бумаги, в частности от ВТБ (20-40 бп).

В суверенных бумагах позитива было много меньше – **Russia 30** не изменилась в цене, зафиксировавшись на отметке 116.39% от номинала. Спред **Russia 30** – **UST10** расширился при этом почти на 10 бп до 130 бп на фоне снижения доходности по американским госбумагам. Рублевый евробонд, тем временем, продолжил дешеветь. **Russia 18R** потерял по итогам пятницы еще 50 бп, а всего за неделю снизился в цене на 142 бп.

РСХБ (Ba1/NR/BBB) доразместил рублевые евробонды с премией ко вторичке; верим в рост котировок

Как стало известно в пятницу, РСХБ доразместит рублевые евробонды на RUB12 млрд. Таким образом, общий объем выпуска составит RUB32 млрд. Остальные параметры в сравнении с ранее сообщавшимися не изменились – ставка 8.318% (премия ко вторичному рынку составила около 30 бп), цена размещения – 101.5% от номинала.

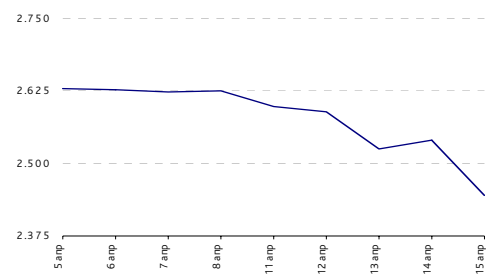
Первоначальный **RussAgrBank 16R** подорожал по итогам пятничных торгов на 60 бп до 102.67% от номинала. Как мы уже отмечали, мы видим вероятность дальнейшего роста котировок по «укрупненной» бумаге при сохранении благоприятного внешнего фона.

Renaissance Financial Holding Limited (B1/B+/B) и Промсвязьбанк (Ba2/WR/BB-) разместили еврооблигации; доходности по обеим бумагам интересны

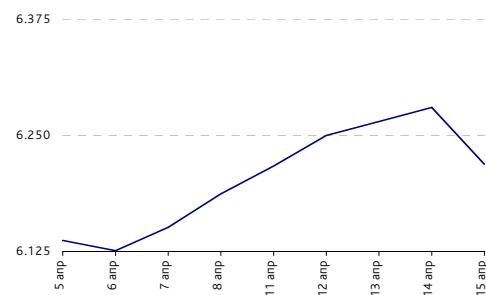
Промсвязьбанк на прошлой неделе разместил USD500 млн. еврооблигаций с погашением в 2014 году, установив купон на уровне 6.20%. Мы считаем привлекательными инвестиции в бумаги, рассчитывая на рост их котировок на вторичном рынке. Мы ставим на исчезновение премии к выпуску **HCFB 14** (YTM 6.11%) и даже обеспечения дисконта в 30 бп. Так, в пятницу котировки **Promsvyazbank 14** уже выросли на 60-70 бп.

Инвестиционный банк «Ренессанс Капитал» в лице материнской структуры Renaissance Financial Holding Limited (RFHL) выпустил USD325 млн. еврооблигаций, установив купон на уровне 11.00% к ofercie через 4 года, что обуславливает премию в 180-190 бп к бумагам розничного банка

Brazil 40 (YTM)



Turkey 34 (YTM)





CB Renaissance 13. Мы рассчитываем на сужение спреда до 130-150 бп в краткосрочной перспективе, так, с момента размещения котировки бумаг уже выросли 50-100 бп. При этом мы считаем, что по мере улучшения показателей прибыльности инвестиционного банка премия к бумагам розничного банка продолжит сокращаться.

Российский долговой рынок: ждем слабого позитива на открытии торгов; золото вновь бьет рекорды, а нефть «держит оборону»

Российский долговой рынок начнет рабочую неделю со слабой положительной динамики. С одной стороны, новостной фон и фондовые индикаторы свидетельствуют в пользу негативного отношения к рисковым активам, в том числе и из ЕМ. Однако способность российского рынка не замечать серьезный негатив извне может вновь сработать, обеспечив подъем котировок.

Ситуация в регионе MENA (в частности, в Сирии и Йемене, не говоря уже о Ливии) остается напряженной. Азиатские фондовые индексы демонстрируют умеренное снижение на фоне очередного повышения норм резервирования в Китае. Фьючерсы на индексы США также торгуются в отрицательной зоне. Золото, между тем, в понедельник поставило новый рекорд – USD1489.7 за унцию, чему способствуют опасения ускорения инфляции в различных экономиках мира. Стоимость нефти остается на достаточно высоком уровне, в районе USD123 за баррель, даже несмотря на заявления из Саудовской Аравии о существовании на рынке переизбытка предложения и сокращения этой страной добычи в минувшем месяце.

Алексей Тодоров, aleksey.todorov@trust.ru

☎ 647-23-62

Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 647-23-64

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru

☎ 647-23-59



ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Уровень ликвидности остается комфортным; хорошая база для предстоящих налогов

Несмотря на завершение уплаты крупных отчислений по страховым взносам во внебюджетные фонды в пятницу (RUB200 млрд., по нашим оценкам), из платежной системы по состоянию на сегодняшнее утро «утекло» лишь – RUB32.1 млрд., а чистый запас ликвидности снизился до RUB1.54 трлн., что по-прежнему является достаточным для финансирования предстоящих налогов уровнем.

Основным источником покрытия страховых выплат в конце минувшей недели стали переведенные с депозитов на корсчета средства. В пятницу под уплату налогов с депозитов было выведено RUB57.3 млрд. (снижение до RUB649.3 млрд.), а вот корсчета, несмотря на налоги, оказались в плюсе, прибавив RUB25.2 млрд. (до RUB685.2 млрд.), правда, в основном благодаря погашению **ОБР-17** (чистый итог по расчетам по покупке **ОБР-18** на RUB17.5 млрд. и встречное погашение **ОБР-17** на RUB36.7 млрд. составил RUB19.2 млрд.

Не исключаем небольшого подъема ставок денежного рынка к концу недели с уплатой НДС и НДСПИ

Вопреки уплате налогов и сопряженного с этим оттока ликвидности, ставки денежного рынка остаются на комфортном уровне. Так, стоимость привлечения по межбанковским кредитам на 1 день, составляя на утро пятницы 2.95-3.15%, днем преимущественно колебалась в диапазоне 3.05-3.1%, а под конец торгов большинство сделок проходило и по 2.5-2.75%, что заметно ниже стоимости депозитов овернайт с ЦБ (3.0%). Препными остаются средние ставки по междилерскому РЕПО на 1 день под залог ОФЗ – 3.55% и чуть ниже уровней минувшей недели по сделкам под залог облигаций 1-го эшелона – 3.39% (-8 бп). Ставки по валютным свопам в секции рубль-доллар расчетами завтра с открытия торгов по 2.5% подросли до 2.8-2.9% к их окончанию, но все же не превышают 3.0%.

В ближайшем времени мы не исключаем небольшого временного подъема ставок денежного рынка (но не более 0.2-0.4 п.п.) в связи с отчислениями по НДС (до 20 апреля) и НДСПИ и акцизам (до 25 апреля), которые в сумме, по нашим оценкам, могут оттянуть около RUB350 млрд. ликвидности, и основные выплаты по которым придутся на середину этой недели.

В пятницу покупки в рублевом долге возобновились, 10-летний выпуск ОФЗ 26205 практически вернулся к цене размещения

Пятница на рынке рублевого долга прошла без существенных ценовых движений в разрезе секторов рынка и эшелонов. В сегменте ОФЗ более или менее заметное движение присутствовало в дальней части кривой (ценовой индекс Trust Rouble Index OFZ Long -17 бп), что было связано с продажами в неликвидных длинных выпусках ОФЗ (лидером по объему сделок в сегменте в пятницу был **ОФЗ 46021** (-13 бп, YTM 7.70%). Новый 10-летний **ОФЗ 26205** покупался (+45 бп, YTM 8.02%), закрывшись близко к цене размещения (98.35% от номинала при ее уровне в 98.41%).

Собственно, в пятницу возобновились покупки и в средней части суверенной кривой – **ОФЗ 25077** (+10 бп), **ОФЗ 25075** (+15 бп). В отдельных выпусках была заметна поддержка со стороны заявления С. Сторчака о намерении Минфина доразместить 7-летние рублевые еврооблигации в объеме до RUB40 млрд., опубликованного в полдень.

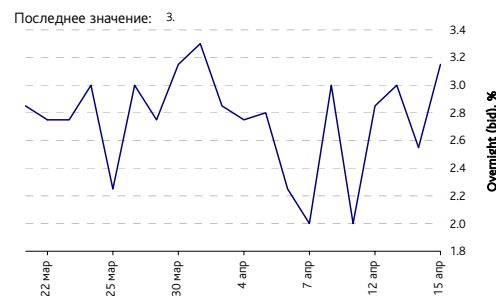
В первом эшелоне наиболее торгуемым выпуском в пятницу являлся **РЖД-10** (+15 бп, YTM 6.75%). В целом же в эшелоне цены сильно не менялись – TRI High Grade на закрытие пятницы +1 бп.

АИЖК (Баа1/BBB/NR) закрыло книгу на покупку облигаций серии А-19; премии ко вторичному рынку не предполагается

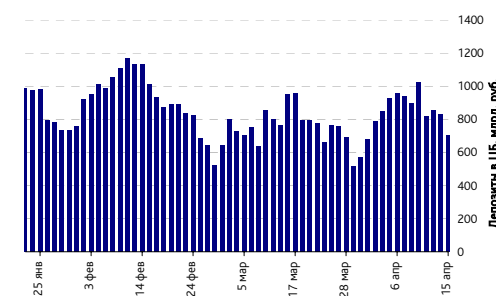
В прошлую пятницу закрылась книга заявок на приобретение бумаг АИЖК серии А-19. Напомним, что объем размещения составил RUB6 млрд. По выпуску предполагается амортизационная структура погашения, обеспеченная государственной гарантией: по 20% в ноябре 2021-2023 и 40% в ноябре 2024. Техническое размещение состоится завтра.

Купон был установлен на уровне 7.70%, т.е. ниже первоначальных диапазонов в 7.80-8.10%. Новые параметры предполагают YTP 7.93% к оферте в мае 2015 года.

Ставка overnight (максимум, bid)



Депозиты в ЦБ РФ





Мы не ожидаем опережающего рынок роста котировок, поскольку премия ко вторичному рынку отсутствует.

Крайинвестбанк (S&P: B) установил купон на уровне 9.25% по новому выпуску облигаций; не ожидаем роста котировок бумаг

Крайинвестбанк, принадлежащий Краснодарскому Краю, в пятницу закрыл книгу заявок на покупку облигаций серии БО-1 на сумму RUB1.5 млрд., установив ставку купона на уровне 9.25% или YTP 9.46% к полуторагодовой оферте. Напомним, что в ходе букбилдинга ориентир по доходности 3-летних бумаг понижался на 25 бп до 9.25-9.75%, то есть размещение состоялось по нижней границе.

Мы считаем установленные параметры адекватными для банка, масштабы бизнеса которого невелики по объему (активы составили RUB24.1 млрд. на 01.04.11). Мы не рассчитываем на рост котировок бумаг на вторичном рынке. К тому же мы не исключаем отсутствия высокого уровня ликвидности, судя по довольно быстрому маркетингу облигаций, а также неликвидности обращающихся бумаг.

УБРиР (S&P: B-) размещает рублевые облигации; справедливый уровень доходности видим ближе к верхней границе диапазона по купону

Уральский Банк Реконструкции и Развития (УБРиР) на данный момент проводит маркетинг 2-й серии облигаций на сумму RUB2 млрд. со сроком обращения 3 года. По выпуску предусмотрена оферта через 1.5 года, а диапазон по купону составляет 9.30-9.80% (YTP 9.52-10.04%). Книга на покупку бумаг будет открыта до 27 апреля, а техническое размещение назначено на 29 апреля.

Справедливый уровень доходности мы видим ближе к верхней границе диапазона, поскольку банк обладает низким уровнем капитализации, невысоким качеством кредитов (доля просроченных кредитов увеличилась до 5.8%, по данным РСБУ на 01.04.11) и высокой долей кредитов связанным сторонам в портфеле (до 26% по данным МСФО за 2009). Отметим, что портфель ценных бумаг достигает половины кредитного портфеля по объему (RUB21.8 против RUB42.1 млрд. по итогам 1К 2011).

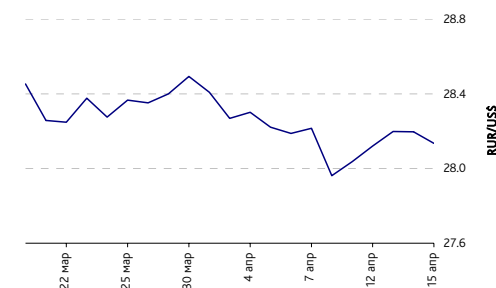
УБРиР занимает 52 место среди российских банков по объему активов по итогам 1К 2011, по данным РСБУ. Акционерами банка являются И. Алтушкин и С. Дымшаков, аффилированные с группой «Русская Медная Компания», что обуславливает вероятность поддержки со стороны акционеров. В то же время доля кредитов, выданных связанным сторонам, также высока (26% по данным МСФО по итогам 2009).

Рособоронпром (NR) размещается со второй попытки; не ждем, что бонд станет рыночным; госгарантии на тело долга и длинная дюрация привлекут ограниченный круг инвесторов

Сегодня с 11:00 МСК начинается сбор заявок на дебютный выпуск облигаций Оборонпром на сумму RUB21.09 млрд. Формально бонды размещаются по открытой подписке, однако мы считаем, что выпуск будет рыночным, и ждать от него приемлемой ликвидности на вторичном рынке не стоит. В этом нас убеждают отсутствие публичного маркетинга со стороны организаторов, немерный объем выпуска.

Наличие госгарантии и 9-летний срок обращения облигаций для эмитента, чей кредитный анализ значительно затруднен отсутствием информации, рейтингов и отчетности по МСФО, говорят в пользу того, что покупателями выступят крупные российские банки, в том числе и те, чьи кредиты совокупным объемом как раз и рефинансируются бондом. Проводить оценку справедливой доходности облигаций Оборонпрома затруднительно, однако если опираться на недавнее размещение Роснано (много общих черт), то 8.90% на 7 лет для Роснано при рейтинге BB+ для Рособоронпрома можно было ретранслировать в 10.00-10.70% на срок 9 лет.

Курс рубль/доллар



Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru ☎ 789-35-94

Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru ☎ 647-23-64

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

Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru ☎ 647-23-60



МАКРОЭКОНОМИКА

Промпроизводство демонстрирует неуверенную динамику; определяющую роль в решении ЦБ по ставкам сыграют данные по инвестициям

В пятницу ФСГС опубликовала отчет о промышленном производстве в марте 2011 г. По сравнению с февралем 2011 г. выпуск продукции вырос на 11.7%. В годовом выражении темпы роста промпроизводства в марте 2011 г. замедлились до 5.3% г/г против 5.8% г/г в феврале 2011 г. и 9.8% г/г в марте 2010 г.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ПРОМПРОИЗВОДСТВА, 2010-2011 ГГ., %

	Март 11	Фев 11	Март 10	1К 11	1К 10
Объем промышленного производства					
К предыдущему периоду	111.7	98.0	112.3	93.9	94.5
К аналогичному периоду прошлого года	105.3	105.8	109.8	105.9	109.5
Добыча полезных ископаемых					
К предыдущему периоду	110.5	92	110.7	97.6	96.3
К аналогичному периоду прошлого года	103.1	103.2	106.7	103.3	106.7
Обрабатывающие производства					
К предыдущему периоду	116.0	104.2	117.7	90.0	89.4
К аналогичному периоду прошлого года	108.6	110.2	113.1	110.6	112.1
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды					
К предыдущему периоду	98.1	92.9	97.3	108.9	111.8
К аналогичному периоду прошлого года	100.8	100.0	105.4	99.0	107.7

Источник: ФСГС

КОММЕНТАРИЙ

Первое, что обращает на себя внимание, – это то, что хорошую динамику в марте продемонстрировали все промышленные сектора. Помимо большинства обрабатывающих производств улучшение наблюдается и в добыче, и в энергетике, однако говорить о выходе на траекторию стабильного роста пока еще рано. Во-первых, из-за неустойчивости сложившейся тенденции, во-вторых, из-за низких темпов роста.

Тем не менее, зафиксированное в марте замедление годовых темпов роста выпуска до 5.3% против 5.8% в феврале и 6.7% в январе мы склонны связывать в большей степени с эффектом высокой базы (именно в марте 2010 г. промпроизводство начало набирать обороты), нежели с фундаментальными причинами. Хотя динамика инвестиций в основной капитал относительно динамики промышленного выпуска по-прежнему запаздывает, в производстве инвестиционных товаров наметились признаки усиления спроса.

Подавляющая часть прироста промышленного выпуска «обязана» обрабатывающему сектору, рост которого существенно замедлился в марте – до 8.6% г/г против 10.2% г/г месяцем ранее, хотя по сравнению с февралем сфера обработки прибавила 16%. Не может не радовать стабилизация темпов роста в добывающем секторе – прирост на 3.1% г/г в марте, то есть практически на столько же, на сколько в феврале – 3.2% г/г, однако не без стимула со стороны стремительного роста цен на сырьевые товары. Быстрее рос сектор производства и распределения электроэнергии, газа и воды – 0.8% г/г против нулевого в феврале.

Среди отдельных обрабатывающих производств наиболее динамичный рост в марте демонстрировал сектор выпуска транспортных средств, лидером в котором по-прежнему остается автопром. О том, что в восстановлении автомобилестроения помимо программы утилизации автохлама все большую роль начинают играть фундаментальные факторы, говорит тот факт, что производство грузовиков (+60% г/г) и прицепов (+30% г/г) растет не менее внушительными темпами, чем выпуск легковых автомобилей (в 2.2 раза г/г). Помимо этого хорошие результаты отмечены и в производстве магистральных электропоездов (+45% г/г), грузовых вагонов (+57% г/г), что указывает на общее восстановление отрасли.

Следующим драйвером промышленности стали высокие темпы роста производства машин и оборудования – выпуск электродвигателей постоянного и переменного тока прибавил 19% г/г и 13.9% г/г соответственно, а металлорежущих станков – 37% г/г. Положительная динамика в



нефтеперерабатывающем секторе следует за растущими ценами на нефть. Заметное улучшение наблюдается в химической отрасли (аммиак, пластмассы, каучуки, удобрения).

Примечательно, что не менее высокими, чем в феврале, темпами растет выпуск стройматериалов (железобетонные конструкции, известь, дверные и оконные блоки, различные плиты, строительный раствор, кирпичи и т.д.), - а это признак оживления инвестиционного спроса. Добавив к этому по-прежнему высокие темпы роста импорта высокотехнологичного оборудования, можно предположить, что показатель инвестиций в основной капитал в марте будет заметно лучше, чем месяцем ранее.

Сдерживающим фактором роста промышленности в марте стало заметное замедление роста в металлургии, обусловленное, на наш взгляд, постепенным выходом на докризисные мощности. Так, выпуск чугуна в марте упал на 2.4% г/г против роста на 1.6% месяцем ранее, производство проката черных металлов замедлилось до 3% г/г против почти 7% г/г, стальных труб – до 14% против 20.5% соответственно. Отчасти компенсировать этот эффект позволил неплохой рост в добывающей промышленности (прирост добычи газа на 2.1% г/г, нефти на 0.2% г/г, железорудного концентрата на 10.7% г/г).

Подводя итоги, текущая динамика промпроизводства оставляет смешанное впечатление. С одной стороны, наблюдается улучшение динамики выпуска в ключевых отраслях, с другой стороны, рост промышленности остается довольно неустойчивым. Мы полагаем, что определяющую роль в оценке Банком России рисков экономического роста, а значит и в решении по ставкам сыграют данные по инвестициям и потребительской активности (ожидаются на этой неделе). Мы сохраняем наш прогноз по ставкам и полагаем, что в случае хорошей макростатистики, Банк России повысит ключевые ставки на 25 бп (подробнее см. [«СТРАТЕГИЯ-2011. В надежде на устойчивость»](#)).

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru
☎ 789-35-94



ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ

VimpelCom Ltd. (NR) закрыл сделку с Wind Telecom, а его самый крупный акционер Altimo хочет расторгнуть соглашение с Telenor; акционерный конфликт получил свое развитие, что негативно для бондов ВымпелКома

В минувшую пятницу VimpelCom Ltd. опубликовал пресс-релиз, в котором объявил о завершении сделки с Wind Telecom.

Сразу же после этого, самый крупный акционер VimpelCom Ltd. – российская Altimo – объявил о своем желании расторгнуть акционерное соглашение с норвежской Telenor. Для этого Altimo продаст часть своих привилегированных акций.

КОММЕНТАРИЙ

Завершение сделки сделало VimpelCom Ltd. шестой в мире по размеру абонентской базы компанией, предоставляющей услуги сотовой связи, а портфель стран, где эти услуги предоставляются, практически удвоился.

С кредитной точки зрения положение VimpelCom Ltd. заметно ухудшилось: кроме четырехкратного увеличения совокупного долга и снижения рейтинга от Moody's до уровня Ba3, сделка спровоцировала очередной виток корпоративного конфликта между Altimo и Telenor. Сразу после объявления о завершении сделки российский акционер заявил, что планирует расторгнуть акционерное соглашение с норвежским партнером, которое было заключено в конце 2009 г. В том случае, если Telenor не согласится сделать это добровольно (а это, на наш взгляд, маловероятно), Altimo планирует продать около 6% привилегированных акций, тем самым снизив свою долю голосующих акций ниже 25%. Это приведет к автоматическому расторжению акционерного соглашения, и распределению влияния акционеров пропорционально их долям в капитале компании.

После расторжения акционерного соглашения самая крупная доля в капитале VimpelCom Ltd. будет принадлежать структурам Н.Савириса, а привилегии Altimo и Telenor в формировании наблюдательного совета исчезнут. Подобное развитие событий на первый взгляд невыгодно самой Altimo. С другой стороны, этот шаг может быть частью договоренности со структурами Савириса: египетский бизнесмен принял более мягкие для VimpelCom Ltd. условия сделки в обмен на некоторые шаги со стороны существующих акционеров. Достаточно вспомнить, что г-н Савирис уже заявлял, что желает получить в наблюдательном совете VimpelCom Ltd. несколько директорских кресел. После расторжения акционерного соглашения между Altimo и Telenor он будет претендовать на 30% наблюдательного совета, что при текущем размере совета позволит ему назначить до трех своих представителей.

Подобный сценарий развития событий, безусловно, приведет к эскалации акционерного конфликта между Altimo и Telenor. Кроме того, положение норвежской компании выглядит не слишком выгодным, так как вполне возможно, что Altimo и структуры Н.Савириса на заседаниях наблюдательного совета будут голосовать совместно, что фактически поставит их в преимущественное положение над миноритариями и Telenor.

Действия Altimo лишь добавляют неопределенности для кредиторов ВымпелКома. Мы не ожидаем, что долговые инструменты компании отреагируют на решение основного акционера VimpelCom Ltd., однако при негативном развитии акционерного конфликта и последующих встречных исках Telenor и Altimo, в среднесрочной перспективе спред между кривой еврооблигаций ВымпелКома и евробондами МТС должен расширяться до 50-60 бп.

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

ТРАНСПОРТ

НМТП (Ba1/BB-/NR): рейтинг снижен на 2 ступени, однако держателям евробондов не стоит этого опасаться

В пятницу S&P опубликовало пресс-релиз, в котором обосновывает снижение рейтинга Новороссийского Морского Торгового Порта (НМТП) сразу на две ступени: с «BB+» до «BB-». Рейтинг теперь имеет «негативный» прогноз.



Основным обоснованием для данного действия стало ухудшение ситуации с ликвидностью и резкое увеличение долга по итогам сделок по покупке Приморского Торгового Портa, а также смене структуры собственности. Это, по мнению агентства, означает более агрессивную финансовую политику НМТП.

Кроме того, S&P может снизить рейтинг еще к 3К 2011, если не увидит существенного прогресса в улучшении профиля ликвидности. Однако выправления этого аспекта, по-видимому, будет недостаточно для пересмотра прогноза на «стабильный»: агентство хотело бы увидеть также улучшение операционных показателей и снижение уровня долга.

Напомним, что рейтинг от Moody's остается в списке на пересмотр с аналогичного уровня (Ba1) с сентября 2010 года. В ближайшее время мы ожидаем также возможного его снижения на одну-две ступени.

КОММЕНТАРИЙ

Новость о столь существенном снижении рейтингов, безусловно, негативна, однако была ожидаема для участников рынка, а потому ее действие должно иметь ограниченный эффект на котировки еврооблигаций **NCSP 12**. Пока что мы не увидели каких-либо существенно негативных последствий сделок для кредитного профиля НМТП, поэтому, сохраняя настороженное мнение о возможных последствиях для компании, не забываем о положительном примере выправления долговой нагрузки НМТП даже в кризисные времена.

Что касается цены бумаги, то она сейчас близка к 103.5% от номинала, отражая уверенность инвесторов в ожидаемом погашении через год. При этом котировки, несколько снизившись после объявления о возможной сделке, вернулись к прежним уровням после ее закрытия в январе 2011.

При оценке данного рейтингового действия, на наш взгляд, стоит помнить следующие моменты:

- Обе сделки были закрыты в январе 2011 года, а потому консолидированные финансовые показатели НМТП пока не отражают адекватно ситуацию. Оценку можно будет сделать только по итогам 1К 2011. Вполне вероятно, однако, что рейтинговым агентствам часть информации доступна уже сейчас.
- Рейтинговые агентства традиционно консервативно относятся к M&A-сделкам, особенно столь крупным по меркам НМТП.
- Кредит, привлеченный от Сбербанка на сумму около USD2 млрд., является долгосрочным, а потому не повлияет на выплаты по еврооблигациям в 2012 году. В то же время сама сделка потребовала и денежных затрат в размере USD200 млн. По нашей оценке, консолидированная ликвидная позиция НМТП на конец 2010 года составила около USD200 млн., а потому опасности на ближайший год не представляет.
- Оба порта имели рекордную по меркам российского бизнеса рентабельность, которая доходила до 70%, а потому способность генерировать денежные средства, скорее всего, сохранится и после объединения компаний. Мы считаем, что в базовом сценарии НМТП удастся сгенерировать необходимую сумму к погашению в мае 2012. В крайнем случае, компания сможет рефинансировать бумаги, предложив выгодные для кредиторов условия.

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



Последние размещения

Выпуск	Объем , млн.	Купон, %	Лет до погашения/ оферта	УТМ / УТР, %
АИЖК-18	7000	8	12 / 5	NA / 8.24
Иркутскэнерго-16о	3000	7.6	3	7.75
Первобанк-26о	1500	8.5	3 / 1	NA / 8.68
СКБ-Банк-56о	2000	8.25	3 / 1	NA / 8.42
Куйбышевазот-Инвест-4	2000	8.6	5 / 3	NA / 8.79
ВЭБ-Лизинг-3	5000	7.5	10 / 3	NA / 7.64
ВЭБ-Лизинг-4	5000	8.6	10 / 5	NA / 8.79
ВЭБ-Лизинг-5	5000	8.6	10 / 5	NA / 8.79
НФК Банк-16о	2000	10	3 / 1	NA / 10.25
МосковКредБанк-46о	4000	8	3 / 1	NA / 8.16

Налоговые выплаты

Дата	Налог
20 апреля	НДС
25 апреля	НДПИ и акцизы
28 апреля	Налог на прибыль

Ближайшие выпуски

Ориентир . Дата	Выпуск	Объем , млн.	Купон	Лет до погашения/ оферта
18 апр 11	РУСАЛ Братск-8	15000	TBD	10
19 апр 11	АИЖК-19	6000	TBD	14 / 4
19 апр 11	Ярославская Обл-34010	3000	8	3
19 апр 11	Крайинвестбанк-16о	1500	TBD	3 / 1
21 апр 11	Татфондбанк-26о	2000	TBD	3 / 1
25 апр 11	РусГидро-1	10000	TBD	10

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущи й купон	Новый купон	След. оферта/ Погашен ие
19 апр 11	Тензор-16о	300	12	12	18 окт 11
22 апр 11	Минплита Финанс	500	20		22 апр 11
22 апр 11	Объед. Кондитеры-2	3 000	15	10.5	18 апр 12
25 апр 11	Газпром нефть-4	10 000	16.7	8.2	10 апр 18
25 апр 11	Мой Банк-5	5 000	12.96	10	19 апр 12
25 апр 11	МосСельПром-2	1 500	14	12.25	12 апр 12
26 апр 11	Каспийская энергия	1 000	15.8	12.5	24 апр 12
26 апр 11	ПромТрактор-3	5 000	18	18	1 авг 11
26 апр 11	ЧТПЗ-3	8 000	8		
27 апр 11	Разгуляй Фин.-5	2 000	0	0	17 июл 11
29 апр 11	Первобанк-16о	1 500	10		
5 май 11	БИН Банк-2	1 000	10.5		
5 май 11	МКБ-5	2 000	8.5		
16 май 11	РосБанк -5	5 000	12	7.4	7 ноя 14
16 май 11	РосБанк-3	5 000	12	6.9	6 ноя 13
18 май 11	РЖД-09	15 000	0.1		
19 май 11	МТС-4	15 000	16.75		

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

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 OBB3
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 намереваться 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. Иностранцами 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.