

**ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ**

- **Итоги торгов по еврооблигациям:** корпоративные бумаги стояли на месте, а суверенные – отыграли часть потерь понедельника
- **Российский долговой рынок:** нормализовавшийся внешний фон может привести к умеренному позитиву на открытии торгов
- **Унция золота** впервые стоит больше USD1.5 тыс.; невозможность быстро решить долговые проблемы в Европе и США обеспечит дальнейшее удорожание металла
- **Евраз** успешно рефинансировал короткий выпуск длинным; еще ряд российских эмитентов мог бы перенять практику
- **Альфа-Банк** успешно разместил USD1 млрд. 10-летних еврооблигаций; параметры выпуска справедливы ([стр. 2-3](#))

**ВНУТРЕННИЙ РЫНОК**

- Денежный рынок способен «переварить» предстоящие **налоговые выплаты** без существенного повышения стоимости привлечения
- **Рублевый рынок** – снижение цен на неликвидном рынке. На сегодняшнем аукционе Минфин предложит RUB20 млрд. более короткого **ОФЗ 25076** вместо ОФЗ 25077
- **Татфондбанк** установил купон на уровне 8.75% по новому выпуску; условия предполагают некоторую премию ко вторичному рынку ([стр. 4-5](#))

**МАКРОЭКОНОМИКА**

- **Макроданные марта:** стагнация **инвестиций**, реальных **доходов населения** и потребительской активности не в пользу повышения ставок в апреле ([стр. 6-7](#))

**ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ**

- S&P повышает рейтинг банку «Ренессанс Кредит» на одну ступень до «В»; бумаги банка по-прежнему интересны в качестве рискованных инвестиций
- **Ситроникс** получит крупный контракт от Москвы; умеренно позитивно для его операционных показателей; облигации не отражают слишком высоких кредитных рисков компании
- **Детский мир** озвучил некоторые цифры отчетности по US GAAP за 2010 г.; долговая нагрузка уже не выглядит устрашающе; облигации с гарантией Москвы привлекательны ([стр. 8-10](#))

**ТОРГОВЫЕ ИДЕИ**

- Бумаги **Интуриста** имеют наилучшее соотношение риск/доходность в секторе ритейл
- Выпуск ТД «Детский мир» выглядит привлекательно, в выплате долга при наличии гарантий Москвы мы не сомневаемся

**СЕГОДНЯ**

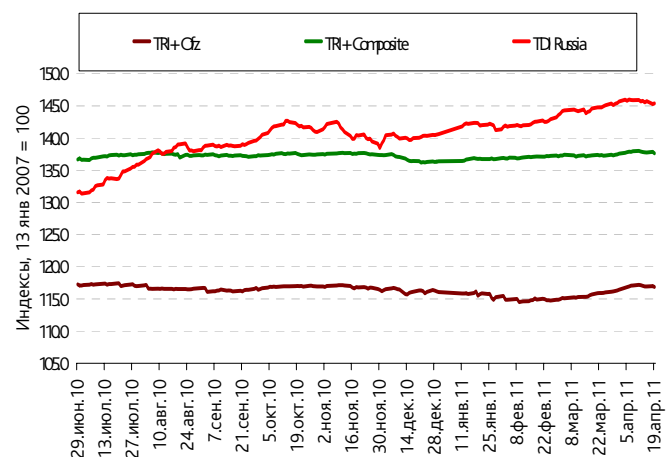
- Статистика **США:** продажи жилья на вторичном рынке, коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов

**КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ**

	Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↓ 188.00	-2.00	6.00	-11.00
EMBI+ spread	↑ 273.15	0.33	0.93	32.02
Russia 30 Price	↑ 115.77	+ 2/8	- 3/8	+ 1/8
Russia 30 Spread	↓ 141.30	-4.90	+4.00	-7.20
Russia 5Y CDS	↓ 135.31	-3.28	+4.43	-11.20
UST 10y Yield	↑ 3.382	+0.00	+0.07	+0.05
BUND 10y Yield	↑ 3.274	+0.03	+0.02	+0.35
UST 10y/2y Yield	↓ 271.7	-1	+4	-2
Mexico 33 Spread	↓ 233	-2	-6	+1
Brazil 40 Spread	↓ 127	-3	-17	+178
Turkey 34 Spread	↓ 288	-1	-9	+32
ОФЗ 26199	↓ 5.25	-0.02	-0.09	-0.99
Москва 50	↓ 4.70	-0.01	-0.67	-1.19
Мособласть 8	↓ 7.00	-0.00	-0.69	-1.52
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	0.00
МТС 3	↓ 7.31	-0.00	+0.30	-0.15
Руб / \$	↑ 28.421	+0.200	+0.054	-1.929
\$ / EUR	↑ 1.434	+0.010	+0.015	+0.098
Руб / EUR	↓ 40.441	-0.390	0.241	-0.047
NDF 1 год	↓ 4.130	-0.020	-0.070	-0.570
RUR Overnight	↓ 3.00	-0.4	+0.3	
Корпчета	↓ 652	-33.20	+84.10	-236.30
Депозиты в ЦБ	↓ 637.2	-12.10	-140.00	+67.60
Сальдо опер. ЦБ	↓ 298.10	-8.10	-225.50	+361.90
RTS Index	↑ 1991.38	+1.89%	+0.83%	+12.35%
Dow Jones Index	↑ 12266.75	+0.53%	+2.06%	+5.11%
Nasdaq	↑ 2744.97	+0.35%	+2.28%	+1.99%
Золото	↑ 1496.08	+0.23%	+4.73%	+5.74%
Нефть Urals	↓ 116.98	-0.76%	+4.76%	+26.88%

**TRUST Bond Indices**

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↓ 253.95	-0.10	2.68	8.38
TRIP Composite	↓ 236.24	-0.39	0.58	2.05
TRIP OFZ	↓ 185.64	-0.24	1.49	1.63
TDI Russia	↑ 227.85	0.15	0.97	5.60
TDI Ukraine	↑ 229.10	0.17	2.70	6.81
TDI Kazakhs	↓ 187.69	-0.43	1.37	5.82
TDI Banks	↓ 227.22	-0.01	1.33	6.44
TDI Corp	↑ 241.59	0.12	1.26	6.89

**TRUST Dollar and Ruble Bond Indices**




## ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

### Итоги торгов по еврооблигациям: корпоративные бумаги стояли на месте, а суверенные – отыграли часть потерь понедельника

Как мы и ожидали, сильное негативное влияние появившейся в понедельник информации о пересмотре прогноза по рейтингу США оказалось краткосрочным. Российские корпоративные еврооблигации накануне не смогли продемонстрировать единого тренда при низкой активности участников рынка, в то время как суверенные выпуски восстановили часть понесенных днем ранее потерь.

В нефтегазовом сегменте инвесторы продолжили избавляться от длинных выпусков Газпрома – **Gazprom 34** и **Gazprom 37** просели на 40 бп каждый. Сдержанные покупки наблюдались в бумагах Лукойла, однако увеличение котировок не превысило 10 бп. Во втором эшелоне небольшой рост стоимости показали евробонды Русгидро и ТМК. Активность как среди квазисуверенных, так и среди частных банков во вторник была минимальна.

Суверенные выпуски пользовались неплохим спросом у участников рынка. **Russia 30** в течение всего дня торговалась стабильно выше уровня закрытия понедельника и подорожала по итогам торгов на 30 бп до 115.8% от номинала. Спред **Russia 30** - **UST10** при этом немного сузился – до 141 бп. Рублевый евробонд **Russia 18R** также прибавил в цене по итогам дня – 20 бп до 104.3% от номинала.

### Российский долговой рынок: нормализовавшийся внешний фон может привести к умеренному позитиву на открытии торгов

Внешний фон для российского долгового рынка в среду складывается достаточно благоприятно, что сулит небольшой рост котировок на открытии торгов. Кроме того, мы не исключаем, что рынок, замерший во вторник, может оживиться в случае появления какого-либо позитивного катализатора, например в виде сильных макроданных по США.

Показатели с мировых фондовых и товарных бирж выглядят оптимистично. Азиатские фондовые индексы повышаются с утра в среду более чем на 1%, растут также и фьючерсы на фондовые индексы США. Поддержку российскому рынку долгов может оказать также нефть, немного дорожающая на позитивных данных по рынку жилья в США (число новостроек в марте выросло больше прогноза). Цена барреля Brent с утра приближается к USD122.

### Унция золота впервые стоит больше USD1.5 тыс.; невозможность быстро решить долговые проблемы в Европе и США обеспечит дальнейшее удорожание металла

Несмотря на общий положительный настрой на мировых торговых площадках, вызванный сильной статистикой по экономикам США и еврозоны, стоимость одной унции золота во вторник впервые в истории перевалила за USD1,500 и продолжает удерживаться выше этой отметки в среду с утра.

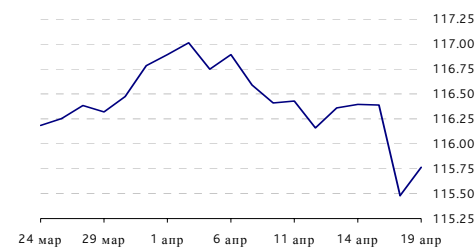
Дешевевшее в начале года на значительном улучшении макроэкономических данных по различным экономикам мира, золото в последнее время уверенно растет в цене как защитный актив на фоне геополитических рисков на Ближнем Востоке и в Северной Африке, опасениях ускорения инфляции, вновь обострившихся долговых проблем в еврозоне и теперь даже в США. Мы не исключаем продолжения «победоносного марша» драгоценного металла (пусть и с перерывами), учитывая невозможность решить вышеозначенные проблемы в краткосрочной перспективе.

### Евраз (B1/B+/BB-) успешно рефинансировал короткий выпуск длинным; еще ряд российских эмитентов мог бы перенять практику

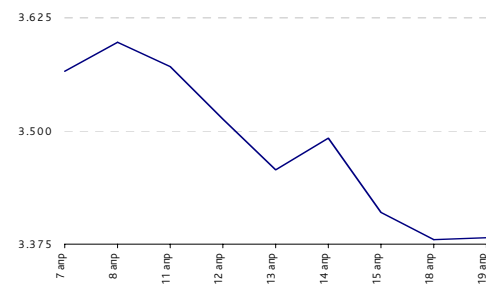
Вчера был размещен новый выпуск **Evrax 18N** на USD850 млн. Книга закрылась по нижней границе изначального диапазона – по 6.75%. Напомним, что сначала был объявлен диапазон 6.75-7.00%, а вчера он был снижен до 6.625-6.75%. Отметим, что разместить бумагу удалось даже несмотря на краткосрочный шок по поводу снижения прогноза по рейтингу США. Наиболее разумное объяснение, на наш взгляд, такому успеху – дефицит качественных заемщиков на рынке еврооблигаций в последнее время. К сожалению, по текущей ставке выпуск попал akurat на кривую и вряд ли имеет большой потенциал к росту.

По-видимому, увидев хороший спрос на новый выпуск, Евраз также увеличил объем выкупаемых бумаг **Evrax 13** с USD350 млн. до USD620 млн., по сути, повторив то, что Северсталь сделала в октябре 2010 года. Конкурент Евраза

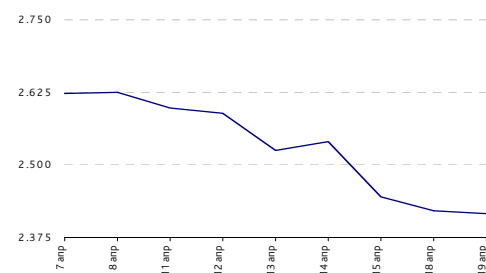
Russia 30 (Price)



US Treasuries 10 Year (YTM)



Brazil 40 (YTM)





тогда также заместил 7-летним выпуском более короткий, а высокий спрос помог увеличить объем изначально запланированного выкупа вдвое. ТМК также в начале года использовала благоприятную конъюнктуру для размещения.

Условия для рефинансирования сейчас благоприятные, а список российских эмитентов, которые могли бы рефинансировать сейчас бумаги, довольно широк – Распадская, ЕвроХим, НМТП, Транснефть, ТНК-ВР. Для последних двух компаний вопрос не столь актуален в силу небольшого по их меркам объема коротких выпусков. Впрочем, занять дешевле, чем по нынешним выпускам, было бы выгодно и им.

### **Альфа-Банк (Ba1/BB-/BB) успешно разместил USD1 млрд. 10-летних еврооблигаций; параметры выпуска справедливы**

Альфа-Банк вчера разместил 10-летние еврооблигации на USD1 млрд. ставка по купону была установлена по нижним границам ориентиров на уровне 7.75%.

Размещение бумаг банка мы считаем успешным. Новый евробонд предполагает премию к суверенной кривой на уровне 275 бп, как и уже обращающиеся выпуски на диапазоне 5-7 лет. При этом был размещен максимально возможный объем выпуска. Несмотря противоречивый внешний фон, инвесторам не понадобилась дополнительная премия, предлагаемая первоначально за большую дюрацию. Мы по-прежнему считаем еврооблигации Альфа-Банка привлекательной альтернативой риску государственных банков для консервативных инвесторов.

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

☎ 647-23-62

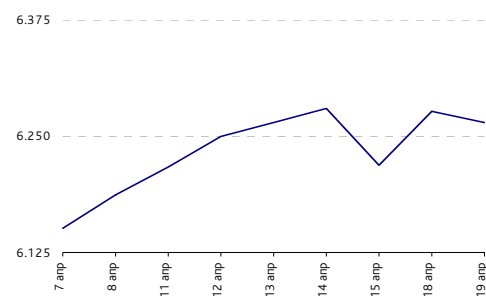
*Юлия Сафарбакова, [yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)*

☎ 647-23-59

*Сергей Гончаров, [sergey.goncharov@trust.ru](mailto:sergey.goncharov@trust.ru)*

☎ 786-23-48

Turkey 34 (YTM)





## ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

### Денежный рынок способен «переварить» предстоящие налоговые выплаты без существенного повышения стоимости привлечения

Денежный рынок во вторник отличался стабильностью. После оттока ликвидности в последние дни, вчера пополнение средств возобновилось, что привело к коррекции вниз подросших в период уплаты страховых взносов ставок. Несмотря на то, что вчера могли начаться предварительные платежи по отчислению 1/3 НДС за 1К 2011 г. (около RUB110-120 млрд., до 20 апреля), [чистый запас ликвидных средств](#) не только не снизился, но даже подрос на RUB36.5 млрд. до RUB1.55 трлн. Приток средств на [корсчета](#) составил RUB25.9 млрд. (до RUB677.9 млрд.), а [депозиты](#) тем временем прибавили RUB10.5 млрд. (до RUB647.7 млрд.). Наличие в платежной системе комфортного уровня средств для покрытия повышенного спроса на рублевую ликвидность под налоги и аукционы привело к невостремованности финансирования на вчерашнем депозитном аукционе Минфина заявленным объемом RUB50 млрд.

Встречное пополнение ликвидности, нивелировавшее негативный эффект от заблаговременных выплат по НДС, способствовало сохранению сравнительно низких ставок денежного рынка. Стоимость привлечения на [МБК](#) на 1 день, составляя с утра 3.0-3.25%, днем колебалась преимущественно по 2.75-3.1%, а вечером на снижении торговой активности ставки опускались ниже стоимости депозитов овернайт с ЦБ (3.0%), составляя 2.75-2.95%. Приток ликвидности привел к меньшей потребности в фондировании через междилерское РЕПО на 1 день, что сопровождалось снижением торговых оборотов в этом сегменте примерно на 7% и стабилизацией ставок по сделкам [под залог ОФЗ](#) и облигаций [1-го эшелона](#) в среднем до 3.57% и до 3.47% (-2 бп) соответственно.

Сегодня компаниям предстоит завершить уплату НДС, что может привести к умеренному оттоку ликвидности. Из аукционов, потенциальными источниками изъятия средств из платежной системы в ближайшие дни будет выпуск [ОФЗ 25076](#) (сегодня, до RUB20 млрд.) и следующее за ним размещение [ОБР-18](#) (до RUB25 млрд., 21 апреля). В конце недели угрозу для ставок и ликвидности представляют платежи по НДС и акцизам (RUB190-195 млрд., до 25 апреля), отчисления по которым обычно производятся заблаговременно, и, вероятнее всего, подавляющая их часть будет произведена в последний день этой недели. Имеющегося в платежной системе запаса наиболее ликвидных остатков на корсчетах и депозитах (RUB1.3 трлн., 85% общего объема ликвидности), исходя из опыта прошлых платежей, вполне достаточно для безболезненного прохождения налогового периода. Мы по-прежнему прогнозируем, что повышение коротких ставок денежного рынка, если и произойдет, не превысит 0.2-0.4 п.п.

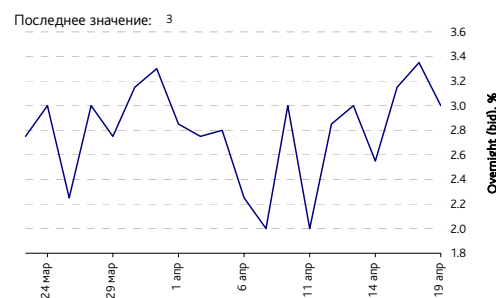
### Рублевый рынок – снижение цен на неликвидном рынке. На сегодняшнем аукционе Минфин предложит RUB20 млрд. более короткого ОФЗ 25076 вместо ОФЗ 25077

Цены на рынке рублевого долга во вторник «подсели» с открытия торгов, в продолжение дня рынок двигался разнонаправленно. В целом первые два дня текущей недели стали редким для последних недель примером реакции внутреннего долгового рынка на негатив извне – подзабытое явление на фоне не дешевающей с начала года нефти.

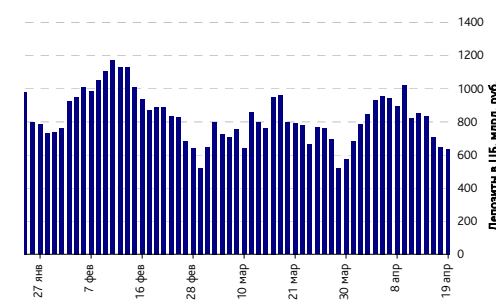
В традиционно ликвидных выпусках заметное снижение цен при снизившихся объемах торгов прошло вдоль всей суверенной кривой. В ближней части продавались [ОФЗ 25078](#) (-15 бп по цене), в средних сроках при малом числе сделок отметим снижение [ОФЗ 25075](#) (-14 бп). В части длинных выпусков традиционно ликвидный [ОФЗ 26204](#) снизился на 41 бп с закрытием на 99.39% от номинала (УТМ 7.75%) – притом что суверенные евробонды уже вчера росли вслед за восстановлением спроса на риск на глобальном рынке после негатива вокруг США в понедельник. Так, рублевый выпуск [Russia 18R](#) к окончанию дня во вторник торговался на отметке 104.25% от номинала (+22 бп по цене, УТМ 7.06%). 10-летний [ОФЗ 26205](#) во вторник снизился на 10 бп с закрытием ровно на 98.0% от номинала, что на 40 бп ниже цены размещения.

Минфин вчера прибег к замене размещаемого на сегодняшнем аукционе выпуска – вместо RUB20 млрд. [ОФЗ 25077](#) (с дюрацией около 4.05 лет) рынку предложат более короткий [ОФЗ 25076](#) (2.6 лет). Обнародованные ведомством ориентиры доходности по нему находятся в диапазоне 6.35-6.45%, что является рыночным уровнем и даже позволяет говорить о премии.

### Ставка overnight (максимум, bid)



### Депозиты в ЦБ РФ





В корпоративных выпусках имела место аналогичная ситуация с сегментом госбумаг – достаточно заметные ценовые просадки при низком объеме торгов. В первом эшелоне отметим продажи в **РЖД-13** (-17 бп), в традиционно более ликвидном **РЖД-10** (-10 бп) объем сделок вчера составил менее RUB70 млн. (при среднедневном обороте за предшествующую неделю – более RUB260 млн.). Из выпусков Газпром нефти наиболее ликвидным был **Газпром нефть-9** – с объемом торгов порядка RUB100 млн. выпуск с 4-летней дюрацией потерял порядка 90 бп.

### **Татфондбанк (Moody's: B2) установил купон на уровне 8.75% по новому выпуску; условия предполагают некоторую премию ко вторичному рынку**

Татфондбанк вчера закрыл книгу на покупку облигаций, установив купон на уровне 8.75%, или посередине пониженного ценового диапазона. Напомним, что объем 3-летних бумаг составил RUB2 млрд., а техническое размещение облигаций состоится завтра.

Новые параметры обеспечивают доходность УТР 8.94% к оферте через 1.5 года. На данный момент относительно ликвидный выпуск **Татфондбанк БО-1** торгуется с доходностью в УТР 8.43% к оферте через год, незначительно просев на 20 бп вчера. Поэтому мы считаем что новые условия, обеспечивая незначительную премию ко вторичному рынку на уровне 10-20 бп, уже включают в себя возможную коррекцию рынка в ближайшее время. В то же время в случае благоприятной рыночной конъюнктуры мы рассчитываем увидеть опережающий рост котировок бумаг.

*Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru*

☎ 647-23-59

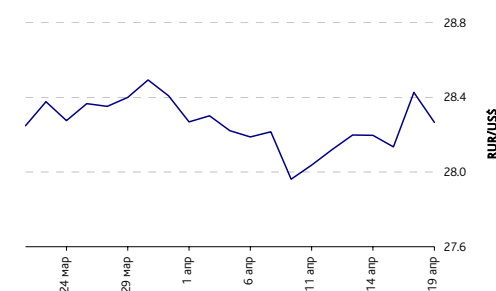
*Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru*

☎ 789-35-94

*Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru*

☎ 647-23-64

Курс рубль/доллар





## МАКРОЭКОНОМИКА

**Макроданные марта: стагнация инвестиций, доходов населения и потребительской активности не в пользу повышения ставок в апреле**

Вчера ФСГС опубликовала данные по социально-экономическим индикаторам России за 1К 2011 г.

	Реальные располагаемые доходы	Реальная зар.плата	Оборот розн. торговли	Инвестиции в осн. капитал	Индекс пром. пр-ва	Безработица
янв 11/янв 10	95.0*	101.3	103.6*	95.3	106.7	7.6
март 11/фев 11	100.0	106.3	107.2	117.8	111.7	-
фев 11/фев 10	99.4*	100.7**	105.8*	99.6	105.8	7.4
март 10/март 09	104.4	103.0	104.1	100.4	109.8	-
март 11/март 10	96.6	99.6	104.8	99.7	105.3	7.1
1К 10/1К 09	107.3	103.1	102.2	95.2	109.5	-
1К 11/1К 10	97.1	100.5	104.7	98.5	105.9	-

\*данные пересмотрены Росстатом в сторону повышения

\*\*данные пересмотрены Росстатом в сторону понижения

Источник: ФСГС

## КОММЕНТАРИЙ

Макростатистика марта в целом оказалась разочаровывающей. Наиболее тревожными сигналами служит продолжающееся сокращение инвестиций, падение реальных располагаемых доходов и замедление роста в розничном секторе, свидетельствующее об ослаблении потребительского спроса.

Опережающая динамика промышленного производства (рост близкий к 5-6% г/г с начала 2011 г. после 6-7 г/г во 2П 2010 г.), сопряженная с ростом в строительстве (на 1.6% г/г в 1К 2011 г. против падения на 11.1% в 1К 2010 г.) и с ускорением импорта высокотехнологичного оборудования, указывает на присутствие достаточно сильного инвестиционного спроса. На этом фоне в марте логично было ожидать выхода показателя инвестиций в положительную область (1.7-2.4% г/г по консенсус-прогнозу). Отмеченное вместо этого падение инвестиций третий месяц подряд может говорить о том, что в отсутствие стимула со стороны господдержки, которая традиционно запаздывает из-за медленного освоения госинвестиций в начале года, частные компании не спешат инвестировать в реальный сектор.

Не может не беспокоить ощутимое замедление роста розничной торговли (4.8% г/г против 5.8% г/г). Причиной тому – углубление спада реальных располагаемых доходов еще на 3.4% г/г против падения на 0.6% г/г в феврале, что связано с внезапным сокращением реальной заработной платы населения (-0.4% г/г против +0.7% г/г) – основного источника их пополнения. Привести к снижению заработных плат способна по-прежнему высокая инфляция (9.5% г/г), а также сокращение расходов на сотрудников путем перевода на серые схемы оплаты труда и вывода их «за штат» в связи с повышением ставок по страховым взносам с 26% до 34%. Занизить показатель реальных располагаемых доходов могло и снижение продаж валюты населением, которое, согласно методологии, включается в индекс.

Заметное замедление розничной торговли опасно тем, что, наряду с инвестициями в основной капитал, служит одним из ключевых индикаторов внутреннего спроса – локомотива, который должен вытянуть российскую экономику в этом году. Ухудшение этого показателя – признак того, что потребительский спрос, который благодаря консервативности потребительских предпочтений даже в период кризиса не претерпел существенных изменений, снижается.

В марте сокращение торговой активности в годовом выражении наблюдалось как в сфере торговли продовольственными, так и непродовольственными товарами. Повышение пенсий (трудовых с 1 февраля на 8%), которое было главным катализатором роста доходов населения на протяжении 2010 г., при слабой динамике заработных плат оказало разовый положительный эффект, приведя в феврале к ускорению розничной торговли до 5.8% г/г.

В отсутствие стимула в виде госиндексаций, не исключено что реальная зарплата продолжит стагнировать, что не сулит сохранения прежних высоких темпов роста торговли в ближайшие месяцы. Наблюдаемая тенденция восполнения недостающих доходов за счет сокращения сбережений и набирающего обороты кредитования, на наш взгляд, будет иметь ограниченный и непродолжительный



положительный эффект на платежеспособность спроса. Сужение финансовых возможностей населения уже находит отражение в зафиксированном в 1К 2011 г. заметном сокращении потребительской уверенности.

Пожалуй, единственным положительным сигналом, по новым данным, служит сокращение безработицы (с 7.4% до 7.1%). Впрочем, и оно не может в полной мере считаться признаком улучшения на рынке труда, поскольку уменьшение числа безработных на 200 тыс. человек сопровождалось не менее значительным сокращением численности экономически активного населения.

В целом макростатистика марта оставляет смешанное впечатление. Запаздывающая динамика инвестиций при неуверенном росте промышленного производства может указывать на излишне оптимистичные ожидания производителей, сопровождаемые наращиванием товарно-материальных запасов. Вкупе с ухудшением потребительской активности слабые показатели инвестиций в глазах Банка России могут поставить под сомнение возможность повышения ключевых ставок в апреле.

Помимо этого, довольно низкой обещает быть инфляция – по нашим оценкам, 0.5% (в марте 0.6%), замедляется рост денежной массы, что формально ослабляет потребность ЦБ в ужесточении монетарной политики.

Мы не исключаем, что на этом фоне ЦБ может воздержаться от повышения ставок в апреле, однако при этом, в силу необходимости стерилизации по-прежнему высокого уровня ликвидности, пойти на еще одно повышение резервных требований на 50-100 бп.

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



## ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

### БАНКИ И ФИНАНСЫ

#### **S&P повышает рейтинг банку «Ренессанс Кредит» (B3/B-/B) на одну ступень до «B»; бумаги банка по-прежнему интересны в качестве рискованных инвестиций**

*Вчера рейтинговое агентство S&P повысило рейтинг розничного банка «Ренессанс Кредит» на одну ступень до «B», установив прогноз «Стабильный».*

*Аналитики отмечают следующие позитивные тенденции кредитного профиля банка:*

- **Улучшение структуры фондирования:** розничные депозиты увеличились до 51% в пассивах с 8% в начале года, заместив кредиты ЦБ.
- **Стабилизация качества кредитного портфеля:** доля NPLs сократилась в портфеле до 6% к концу 2010 года с 20% в начале.
- **Восстановление прибыльности деятельности и сохранение высокого показателя NIM.** В 2010 банку удалось заработать RUB1.6 млрд. чистой прибыли, а NIM, по оценкам агентства, составила 12.8% с поправками на штрафы.

*К негативным моментам, ограничивающим дальнейший рост рейтингов, аналитики относят высокий операционный риск и слабую рыночную позицию банка.*

### КОММЕНТАРИЙ

Мы считаем действие рейтингового агентства закономерным и не ожидаем увидеть реакции в котировках бумаг эмитента. На наш взгляд, улучшение кредитных метрик банка по мере публикации отчетности за 2010 год ранее уже было отыграно: котировки еврооблигаций **CB Renaissance 13** выросли с начала месяца на 100-120 бп.

В свою очередь отметим, что банку будет трудоемко нарастить кредитный портфель в 2011 году на планируемые 40%, сохранив высокие показатели чистой процентной маржи, операционной эффективности и достаточности капитала. По нашим оценкам, для достижения темпов прироста банку предстоит расти в 2.0-2.5 раза быстрее рынка при увеличении конкуренции на рынке розничного кредитования.

Еврооблигации банка мы считаем по-прежнему привлекательными для склонных к риску инвесторов. Так, евробонд с погашением через 2 года торгуется на данный момент с доходностью YTM 9.22%. К текущим уровням доходности рублевых выпусков мы относимся нейтрально, считая перекупленными бумаги 2-3 эшелона.

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

### ПРОМЫШЛЕННОСТЬ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ РЫНОК

#### **Ситроникс (B3/NR/B-) получит крупный контракт от Москвы; умеренно позитивно для его операционных показателей; облигации Ситроникса не отражают слишком высоких кредитных рисков компании**

*По сообщению Ведомостей, Ситроникс выиграл в конкурсе на разработку интеллектуальной транспортной системы Москвы. Сумма контракта может составить более RUB6 млрд.*

### КОММЕНТАРИЙ

С финансовой точки зрения новый контракт с Москвой позитивен для Ситроникса. Отметим, что сотрудничество с городом компания начала с производства бесконтактных карт для московского метрополитена. Благодаря этому контракту Ситроникс получает около RUB3 млрд. в год.

Сумма нового контракта с Москвой сопоставима с выручкой Ситроникса в 3К 2010 г., что, безусловно, улучшит операционные показатели компании по итогам 2011 г. Негативным фактом является то, что фактически разработка информационной транспортной системы Москвы – это единовременное событие.





Вполне вероятно, что уже в 2012 г. контракт будет подразумевать только поддержку разработанной инфраструктуры и поставку навигаторов ГЛОНАСС для общественного транспорта. Что приведет к снижению выручки в последующие годы.

Кредитный профиль Ситроникса остается крайне слабым. Согласно отчетности за 9М 2010 г. показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» компании составлял более 6.0х, а объем процентных выплат превышал значение ЕБИТДА. Таким образом, если Ситроникс и сможет самостоятельно обслуживать долг, то для его выплаты или рефинансирования без помощи АФК «Система» ему уже будет не обойтись.

Два выпуска рублевых облигаций Ситроникса предлагают доходность 10.15% и 10.50% годовых при дюрации 1.1 и 1.4 года соответственно. На наш взгляд, кредитные риски компании слишком высоки даже при условии потенциальной поддержки со стороны материнской АФК «Система», поэтому не рекомендуем эти облигации к покупке. Среди high-yield бумаг в секторе промышленности мы предпочитаем бумаги Соллерса.

Дмитрий Турмышев, [dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)  
☎ 647-25-89

## ТОРГОВЛЯ

### Детский мир (NR) озвучил некоторые цифры отчетности по US GAAP за 2010 г.; долговая нагрузка уже не выглядит устрашающе; облигации с гарантией Москвы привлекательны

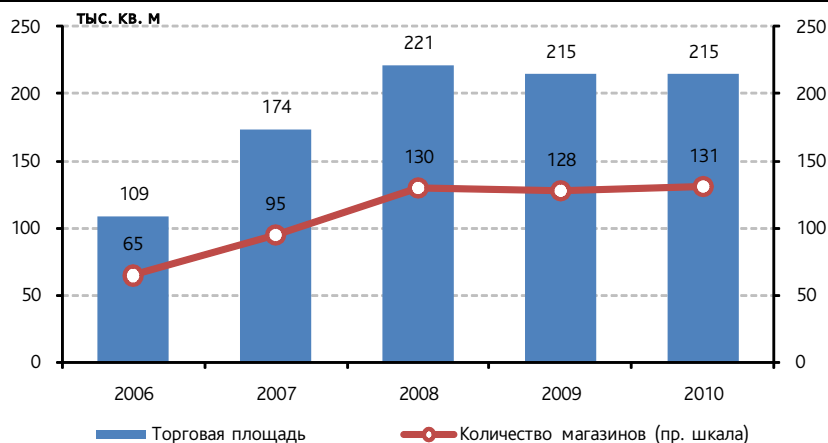
Вчера подконтрольный АФК «Система» Детский мир опубликовал презентацию, в которой раскрыл некоторые показатели неаудированной отчетности за 2010 г. по US GAAP. Полный вариант отчетности за 2009-2010 г. будет традиционно опубликован вслед за отчетностью материнской АФК «Система».

#### КОММЕНТАРИЙ

Адекватную оценку динамики операционных показателей Детского мира дают ежеквартальные отчеты компании по РСБУ, которые практически на 100% коррелируют с отчетностью по стандартам US GAAP. В годовом выражении выручка компании выросла на 8% при сохранении совокупного размера торговых площадей на уровне 2009 г. В 2010 г. Детский мир получил положительную ЕБИТДА в размере RUB1.25 млрд., в результате чего рентабельность по этому показателю составила 6.7%, что существенно выше предкризисного 2008 г.

В 2010 г. капитальные затраты компании составили всего RUB92 млн., из которых 2/3 суммы пошли на открытие новых магазинов (компания открыла 3 новых магазина), а RUB30 млн. были потрачены на ИТ. Капитальные затраты были полностью профинансированы из операционного денежного потока, который также вышел в положительную область и составил по итогам 2010 г. около RUB300 млн.

ДИАГРАММА 1. ТОРГОВАЯ ПЛОЩАДЬ И КОЛИЧЕСТВО МАГАЗИНОВ ДЕТСКОГО МИРА



Источник: данные компании

Как сообщает Интерфакс, в 2011 г. Детский мир планирует активизировать органический рост и за 2 года открыть 50 новых магазинов. Учитывая затраты на открытие одного магазина, исключая затраты на логистику в размере около RUB20-25 млн., капитальные затраты Детского мира в ближайшие 2 года обещаюткратно увеличиться и превысить RUB1 млрд. за 2 года. Компания пока



не озвучила планируемые источники финансирования столь амбициозной инвестиционной программы, однако, на наш взгляд, около половины этой суммы будет профинансировано за счет увеличения долга.

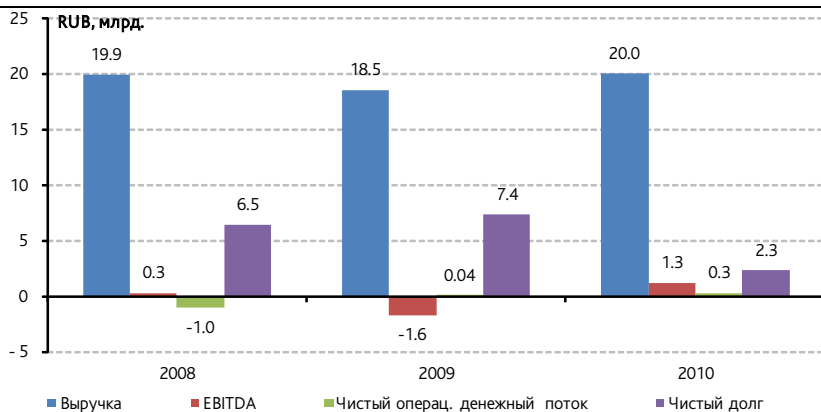
ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ДЕТСКОГО МИРА

US GAAP, RUB млрд.	2008	2009	2010	10/09
Выручка	19.9	18.5	20.0	8.0%
ЕБИТДА	0.33	-1.65	1.25	
Чистая прибыль	-1.25	-3.25	0.03	
Чистый операц. денежный поток	-0.99	0.04	0.30	> 500%
Свободный денежный поток	-0.99	0.04	0.21	393%
Совокупный долг	7.12	7.88	3.75	-52%
Денежные средства и эквиваленты	0.66	0.51	1.41	176%
Собственный капитал	7.12	4.93	5.35	9%
<b>Показатели</b>				
ЕБИТДА margin, %	1.7	< 0	6.2	
ЕБИТДА/проценты	0.8	< 0	1.8	
Долг/ЕБИТДА	21.5	< 0	3.0	
Чистый долг/ЕБИТДА	19.5	< 0	1.9	
Долг/Собственный капитал	1.0	1.6	0.7	

\* Значение ЕБИТДА за последние 12 месяцев  
Источник: данные компании, расчеты НБ «Траст»

За прошедший год Детский мир существенно улучшил ситуацию с долгом: размер совокупного долга сократился примерно наполовину – до RUB3.75 млрд., а долговая нагрузка в терминах «Чистый долг/ЕБИТДА» составила приемлемые для ритейлеров 1.9х. По заявлению компании 99% долга номинировано в рублях, что снижает ее валютные риски. Заметим, что во время кризиса (2008-2009 гг.) денежные потоки компании были или отрицательны, или минимальны, поэтому леверидж выглядел устрашающе высоким.

ДИАГРАММА 2. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ДЕТСКОГО МИРА



Источник: данные компании, расчеты НБ «Траст»

Ключевыми факторами поддержки кредитного качества Детского мира на данный момент является потенциальная поддержка главных акционеров: АФК «Система» и Сбербанка. Вхождение в акционерный капитал второго из них в ноябре 2010 г. является лишним аргументом в пользу финансовой устойчивости Детского мира.

Рублевые облигации компании предлагают доходность около 9.30% годовых при дюрации 3.4 года. С точки зрения stand-alone кредитного качества Детского мира данный уровень не слишком привлекателен, но в структуре выпуска есть гарантия Москвы по телу долга, что делает его привлекательным как более доходную неломбардную альтернативу выпускам города. Премия к кривой Москвы в размере более 200 бп нам кажется привлекательной ценой за кредитные риски Детского мира.

Дмитрий Турмышев, [dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru) ☎ 647-25-89



## Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон, %	Лет до погашения/оферта	УТМ / УТР, %
Куйбышеввазот-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
РУСАЛ Братск-8	15000	8.5	10 / 4	NA / 8.68
АИЖК-19	6000	7.7	14 / 4	NA / 7.93
Ярославская Обл-34010	3000	8	3	8
Крайинвестбанк-16о	1500	9.25	3 / 1	NA / 9.46

## 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
21 апр 11	Татфондбанк-26о	2000	TBD	3 / 1
22 апр 11	Оборонпром-1	21091	TBD	9
25 апр 11	РусГидро-1	10000	TBD	10
25 апр 11	РусГидро-2	10000	TBD	10
26 апр 11	Комос Групп-16о	1500	TBD	3
26 апр 11	ХКФБанк-16о	3000	TBD	3 / 1

## Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущ. купон	Нов. купон	След. оферта/Погашение
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	8	24 апр 12
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	8.85	28 окт 11
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		
20 май 11	Авангард Банк-3	1 500	9.25		
20 май 11	Белон-2	2 000	17	17	25 авг 11

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](mailto:research.debtmarkets@trust.ru)

### ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

### Торговые операции

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58  
Кирилл Коваленко +7 (495) 647-25-97

### Клиентские продажи

Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39  
Олеся Курбатова +7 (495) 647-25-90  
Артем Петросьян +7 (495) 647-25-67  
Яна Шнайдер +7 (495) 647-25-74

[sales@trust.ru](mailto:sales@trust.ru)

### Департамент количественного анализа и информационного развития

Светлана Федоровых +7 (495) 786-23-46

## REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ  
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации  
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации  
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации  
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации  
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации  
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)  
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)  
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)  
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)  
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)  
TRUSTBND/RF30 Russia 30

## BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации  
TIBM12. Суверенный долг и ОВВЗ  
TIBM13. Корпоративный внешний долг  
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок  
TIBM2. Навигатор долгового рынка  
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленные информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваются выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.