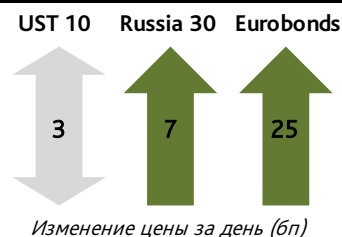


# Навигатор долгового рынка

## Глобальные рынки и еврооблигации

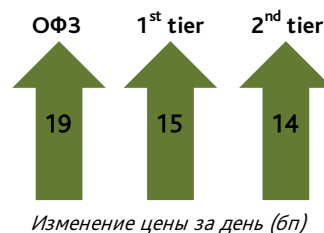
- Пятничный отчет по июньской занятости в **США** – вопросов к устойчивости восстановления экономики все больше; у рынков аналогичное мнение
- ЕС** проведет экстренные переговоры по долговому кризису, в фокусе **Италия**; падения Рима ждать не стоит, также как и дефолта Афин
- Итоги торгов по еврооблигациям: дорогая нефть помогла котировкам устоять на месте
- Российский долговой рынок**: слабые статданные по США и негатив из еврозоны вызовут снижение котировок на открытии
- Обама** и лидеры республиканцев в воскресенье вновь не смогли договориться о плановых цифрах сокращения дефицита бюджета
- ВЭБ** может разместить евробонды на текущей неделе; ранее называвшиеся параметры: сумма – не менее USD500 млн., срок – 7 и 30 лет
- Ощадбанк** доразместил USD200 млн. еврооблигаций, предложив инвесторам премию в 20-30 бп в доходности; бумаги неинтересны



Изменение цены за день (бп)

## Рублевые облигации и денежный рынок

- Несмотря на негатив со стороны зарубежных рынков, сложившийся после публикации статистики по занятости в **США**, пятница в рублевом долге завершилась ростом цен
- Россельхозбанк** и **СКБ-Банк** объявили итоги букбилдинга; небольшой потенциал в бумагах РСХБ
- Ликвидность незначительно уменьшилась, что не помешало ставкам на **МБК** к концу пятницы снизиться до 2.25-2.50%; первые расчеты в рамках июльского налогового периода пройдут в пятницу
- Согласно заявлению **А. Кудрина**, кредит **АСВ Банку Москвы** в объеме RUB295 млрд. будет предоставлен в июле-августе

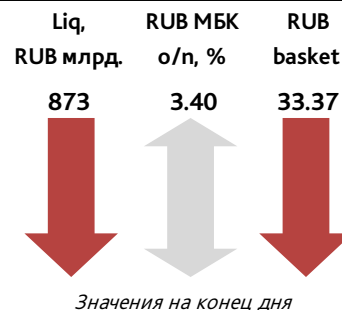


Изменение цены за день (бп)

## Кредитные комментарии

- Метинвест** приобретает очередной крупный сталелитейный актив в Украине – **Запорожсталь**; получает контроль над половиной стали страны; потенциальные риски таятся в расходной части, сопутствующей сделке
- X5 Retail Group** и **Магнит** раскрыли операционные результаты за 2К 2011; органический рост Магнита пока дает более ощутимую отдачу, чем активные M&A сделки X5; предпочитаем бонды Магнита
- Moody's понизило рейтинг **Банка Москвы** на одну ступень до «Ba2», установив «негативный» прогноз по рейтингу; прогноз по рейтингу «Baa1» **ВТБ** был также пересмотрен на «негативный»

## Индикаторы FX/MM



Значения на конец дня

## Последние обзоры

|         |                                                            |
|---------|------------------------------------------------------------|
| 7 июля  | Стратегия долговых рынков - июль 2011 г.                   |
| 14 июня | Украинские еврооблигации: в плену страновых рейтингов      |
| 10 июня | Стратегия долговых рынков - июнь 2011 г.                   |
| 8 июня  | Розничные банки: кризисные риски ушли, а премии остались   |
| 2 июня  | Банковская система в апреле: розница как катализатор роста |

## Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

@ research.debtmarkets@trust.ru

## Глобальные рынки и еврооблигации

### Статистика и события

|           |                                                                       |
|-----------|-----------------------------------------------------------------------|
| 11 июля   | Экстренная встреча глав Европейского совета, ЕЦБ и Еврогруппы         |
| 11 июля   | Заседание Еврогруппы                                                  |
| 18.15 МСК | ФРС выкупит гособлигации на USD2.5-3.5 млрд. (результаты в 19.00 МСК) |
| 19.30 МСК | Завершение аукционов по 3- и 6-месячным US T-bills на USD51 млрд.     |

### Ключевые индикаторы

|                    |    |        |       |
|--------------------|----|--------|-------|
| EMBI+ spread       | ▼  | 176    | -7    |
| UST10              | ◄► | 3.15   | +0.03 |
| Russia 30 - UST 10 | ▼  | 125    | -4    |
| EUR/USD            | ▲  | 1.4359 | +0.3% |
| Oil (Brent)        | ▲  | 118.1  | +3.5% |
| VIX                | ▼  | 15.95  | -0.39 |

### Пятничный отчет по июньской занятости в США – вопросов к устойчивости восстановления экономики все больше; у рынков аналогичное мнение

Второй месяц подряд данные о состоянии занятости в США не вселяют оптимизма. Третий месяц подряд мы наблюдаем рост относительной безработицы до 9.2% против 9.1% в мае. Текущий уровень относительной безработицы является максимальным за последние шесть месяцев (предшествующий максимум наблюдался в декабре – 9.4%).

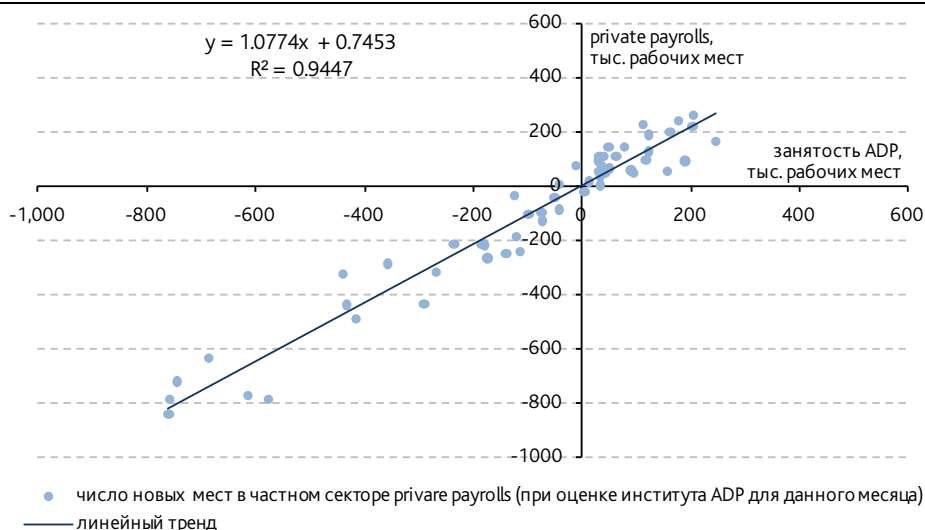
Касательно абсолютных величин, фигурирующих в расчете относительной безработицы, в июне негативные изменения коснулись их обеих: во-первых, второй месяц к ряду выросло число безработных (+173 тыс. в сравнении с маем), и во-вторых, уменьшилась численность рабочей силы (civilian labor force – на 272 тыс. чел. относительно прошлого месяца).

Второй основной штрих месячной статистики по рынку труда – число новых рабочих мест вне сельского хозяйства (non-farm payrolls), где увеличение относительно мая составило всего 18 тыс. при консенсус-прогнозе Reuters 90 тыс. При этом рост прошлого месяца был пересмотрен с +54 тыс. до +18 тыс.

Июньская величина non-farm payrolls сформировалась из созданных 57 тыс. рабочих мест в частном секторе (private payrolls, консенсус-прогноз стоял на 110 тыс.) и сокращения занятости в госсекторе на 39 тыс.

Собственно, особенно «больно» июньские цифры по рынку труда в США выглядели в связи с тем, что опубликованная днем ранее оценка института ADP по занятости в частном секторе дала цифру роста в июне относительно мая на 157 тыс. мест. Из наших исторических наблюдений институт ADP достаточно редко дает более оптимистичную оценку в сравнении с официальной позицией Бюро статистики в сфере труда. В общем-то, по этой причине из регрессионной зависимости данных по занятости в частном секторе (private payrolls) от оценки этого же показателя института ADP спрогнозировать пятничные цифры официальной статистики едва было бы возможно: ниже представленная модель дает результат на уровне около 170 тыс. против фактических 57 тыс.

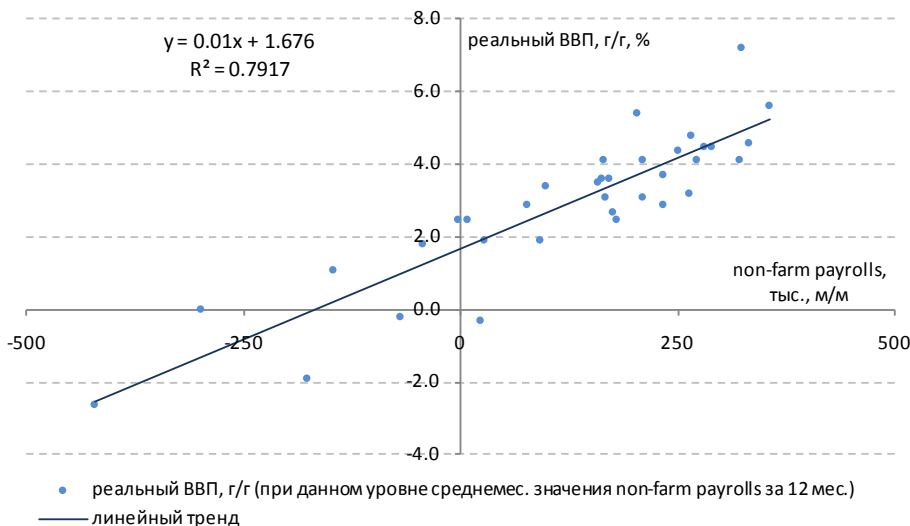
ДИАГРАММА 1. ЗАВИСИМОСТЬ ПРЕДВАРИТЕЛЬНЫХ ДАННЫХ ПО ЗАНЯТОСТИ В ЧАСТНОМ СЕКТОРЕ (PRIVATE PAYROLLS) ОТ СООТВЕТСТВУЮЩЕЙ НЕОФИЦИАЛЬНОЙ ОЦЕНКИ ИНСТИТУТА ADP, ЯНВАРЬ 2007 – ИЮНЬ 2011



Источник: U.S. Bureau of Labor Statistics, НБ «Траст»

Пока мы не видим оснований для корректировок нашего прогноза роста ВВП США в 2011 г. в 2.6-2.9%. Напомним, что он в существенной степени определяется зависимостью как раз от non-farm payrolls. При этом сам прогнозный диапазон определяется фактором наличия/отсутствия дальнейшего стимулирования экономики в течение года. По нашим оценкам, для достижения вышеназванных темпов роста ВВП среднемесячный уровень non-farm payrolls в 2011 г. должен составлять от 113 тыс. (что соответствует росту ВВП в 2.6% по итогам года) до 136 тыс. (для роста в 2.9%). Пока же среднее значений новых рабочих мест вне сельского хозяйства с начала года составляет 158 тыс., однако мы ожидаем замедления роста экономики США в течение года с соответствующим негативным влиянием на рынок труда.

ДИАГРАММА 2. ЗАВИСИМОСТЬ ГОДОВОГО РОСТА ВВП США ОТ СРЕДНЕМЕСЯЧНОГО ПРИРОСТА NON-FARM PAYROLLS ЗА ГОД, 1976-2010, ГОДОВЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: U.S. Bureau of Labor Statistics, U.S. Bureau of Economic Analysis, НБ «Траст»

Официальная оценка ФРС по росту экономики в 2011 г. составляет 2.7-2.9%. Последний ее пересмотр был произведен регулятором на последнем заседании Комитета по операциям на открытом рынке ФРС 21-22 июня.

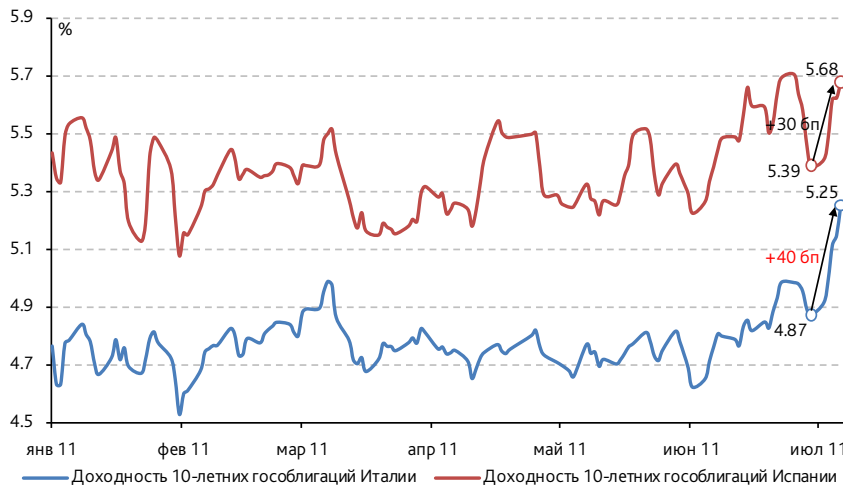
Публикация столь негативных данных по занятости вызвала масштабные движения на рынках. Доходность **UST10** с момента публикации статистики в пятницу (16.30МСК) практически за несколько минут «пролетела» с 3.18% до 3.02%, после чего **UST10** до текущего момента продолжила торговаться в диапазоне 3.02-3.05% в терминах доходности.

### ЕС проведет экстренные переговоры по долговому кризису, в фокусе Италия; падения Рима ждать не стоит, также как и дефолта Афин

Минувшие выходные по-новому высветили всю остроту европейских долговых проблем. Как сообщило агентство Reuters, председатель Европейского совета (номинальный глава ЕС) созвал на утро понедельника экстренную встречу, в которой примут участие глава Еврокомиссии, глава ЕЦБ, председатель Еврогруппы, а также еврокомиссар по экономическим и финансовым вопросам. Ожидается, что центральной темой обсуждений, предваряющих открывающееся также сегодня заседание Еврогруппы, станет проблема распространения долгового кризиса на Италию, третью по величине экономики еврозону.

Динамика доходностей 10-летних гособлигаций этой страны из группы PIIGS, наблюдаемая с начала июля, является, с нашей точки зрения, вполне серьезным основанием для подобного рода опасений. Показатель за рассматриваемый период вырос почти на 40 бп, что совпало с увеличением показателя по греческим 10-летним бумагам и превзошло прирост доходности по госбумагам Испании. Для Ирландии и Португалии рост доходностей с начала текущего месяца составил 135 и 190 бп соответственно, что, однако, не является успокаивающим фактором для Рима.

ДИАГРАММА 3. ДОХОДНОСТИ 10-ЛЕТНИХ ГОСБУМАГ ИТАЛИИ И ИСПАНИИ, 2011 Г.



Источники: Reuters

Основная опасность ситуации с Италией заключается в том, что, по признанию самих европейских чиновников, средств даже увеличенного в объемах EFSF не хватит на ее спасение. Мы пока не рассматриваем столь апокалиптический сценарий и надеемся, что европейским политикам удастся сдержать долговой кризис в пределах трех уже находящихся под финансовым зонтиком ЕС и МВФ стран.

Между тем, FT сегодня сообщила, что европейцы впервые выразили готовность согласиться с дефолтом Греции по части своих обязательств в рамках второго пакета финансовой помощи. Мы считаем, что данная точка зрения практически не имеет шансов стать мейнстримом именно в среде европейских чиновников в противовес национальным властным кругам, уже не раз выражавшим желание обанкротить Грецию. Дефолт Афин, пусть даже частичный, заставит инвесторов задаться вполне обоснованным вопросом: не повториться ли то же самое с Ирландией и Португалией, или, что еще хуже, с Испанией и Италией? В нашем понимании, порождение таких сомнений на текущих и без того напряженных рынках вряд ли отражает устремления властей Евросоюза.

### Итоги торгов по еврооблигациям: дорогая нефть помогла котировкам устоять на месте

Активность на рынке российских еврооблигаций в пятницу была ожидаемо пониженной – участники ждали выхода данных по рынку труда США. В то же время, высокие цены на нефть помогли рынку не «провалиться».

В корпоративных выпусках основной интерес инвесторов сосредоточился в бумагах ВымпелКома (+10-25 бп). Из нефтегазовых компаний спрос был предъявлен на выпуски Новатэка, подросшие в результате в цене на 10-40 бп. Ситуация вокруг Банка Москвы и связанное с ней ухудшение прогнозов по рейтингу ВТБ привели к снижению котировок долгосрочных евробондов последнего на 10-30 бп. в то же время выпуск **Sberbank 21** прибавил по итогам дня порядка 20 бп.

Суверенный индикативный выпуск **Russia 30** закрылся на уровне четверга: 117.88% от номинала. Спред **Russia 30-UST10** расширился более чем на 10 бп, достигнув 138 бп. Увеличился также и 5-летний страновой CDS-спред на 3 бп до 143 бп.

**Российский долговой рынок: слабые статданные по США и негатив из еврозоны вызовут снижение котировок на открытии**

Котировки российских долговых инструментов в начале торгов в понедельник, почти наверняка устремятся вниз – участники рынка будут отыгрывать как негативные данные по рынку труда США, опубликованные в минувшую пятницу, так и «свежие» опасения касательно разрастания долгового кризиса в еврозоне.

Статистики, способной привнести на рынок хотя бы немного позитива, в понедельник не предвидится. Азиатские фондовые индикаторы с утра окрашены в красный цвет, фьючерс на S&P 500 также находится ниже нулевой отметки (-0.6%). Баррель Brent торгуется на уровне USD117.5, что примерно соответствует уровню закрытия основных торгов в России в пятницу.

**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

[aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)

**Роман Дзугаев**

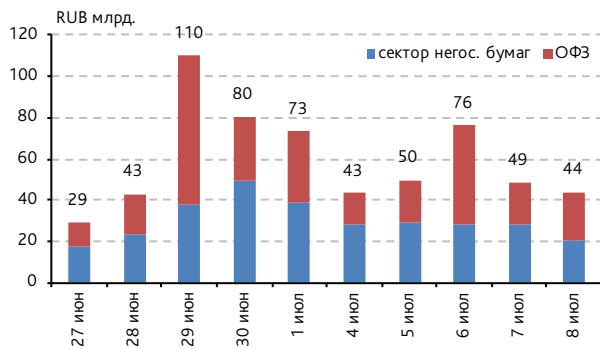
+7 495 647-23-64

[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)



## Внутренний рынок и рублевые облигации

### Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПТС

### Дюрация торгов

|                 |       |
|-----------------|-------|
| от 0 до 1 года  | 7.5%  |
| от 1 до 1.5 лет | 8.8%  |
| от 1.5 до 2 лет | 8.1%  |
| от 2 до 3 лет   | 17.9% |
| от 3 до 5 лет   | 42.7% |
| > 5 лет         | 15.0% |

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

### Доходности

|               |    |       |
|---------------|----|-------|
| короткие ОФЗ  | ◄► | 5.30% |
| средние ОФЗ   | ▼  | 7.44% |
| длинные ОФЗ   | ◄► | 8.08% |
| корпоративные | ▲  | 7.89% |
| 1-й эшелон    | ◄► | 6.54% |
| 2-й эшелон    | ▲  | 7.02% |

по соответствующим ценовым индексам TRI (Trust Ruble Index)

### Несмотря на негатив со стороны зарубежных рынков, сложившийся после публикации статистики по занятости в США, пятница в рублевом долге завершилась ростом цен

Несмотря на негатив из-за океана ближе к завершению торгового дня пятницы, покупки в рублевом долге никуда не исчезли. В сегменте ОФЗ наиболее ликвидный рынок присутствовал в длинных выпусках: 7-летнем **ОФЗ 26204** (+46 бп в терминах средневзвешенной цены) и 6-летнем **ОФЗ 26206** (+34 бп). Остальные ликвидные выпуски в сегменте госбумаг прибавили 8-35 бп.

В первом эшелоне ликвидный рынок остался в **РусГидро-2** (+30 бп по цене), достаточно большой объем сделок присутствовал в **Алроса-22** (-3 бп). Во втором эшелоне продавался **Вымпелком-Инвест-6** (-10 бп по средневзвешенной цене).

### Россельхозбанк (Ваа1/NR/BBB) разместил RUB20 млрд. облигаций; не исключаем роста котировок на вторичном рынке

Россельхозбанк (РСХБ) на прошлой неделе завершил размещение облигаций на сумму RUB20 млрд. Напомним, что первоначально банк планировал разместить RUB10 млрд. облигаций 14-й серии, но высокий спрос на бумаги со стороны инвесторов позволил увеличить предложение. В результате, были добавлены 2 выпуска 12-й и 13-й серий по RUB5 млрд. Техническое размещение всех облигаций назначено на 12 июля.

В ходе формирования книги, купон был установлен на уровне 7.7%, или УТР 7.85% к оферте через 4 года, что обуславливает премию к кривой ОФЗ на уровне 80 бп. Мы не исключаем кратковременного роста котировок при выходе бумаг на вторичные торги из-за отсутствия облигаций качественных эмитентов банковского сектора на данном диапазоне кривой. Однако в долгосрочной перспективе считаем ограниченным потенциал сужения премии к суверенным выпускам.

### СКБ-Банк (B1/NR/B) установил купон 8.5% по новому выпуску облигаций; не ожидаем опережающего рынок роста котировок

На прошлой неделе СКБ-Банк закрыл книгу заявок инвесторов на покупку RUB2 млрд. облигаций серии БО-6, установив купон на уровне 8.5%. Напомним, что в ходе маркетинга ориентировочный диапазон по купону был понижен с 8.4-8.75% до 8.4-8.5%. Техническое размещение бумаг состоится 12 июля 2011 г.

Установленные параметры обеспечивают УТР 8.68% к оферте через 2 года. Мы не ожидаем существенного роста котировок облигаций на вторичном рынке, поскольку новый выпуск обеспечивает премию к кривой ОФЗ менее 290 бп, хотя более короткий **СКБ БО-5** торгуется с бонусом в 320 бп к суверенной кривой.

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

[yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)



## Денежный рынок

### События денежного рынка

|        |                                                                  |
|--------|------------------------------------------------------------------|
| 13 июл | Аукцион ОФЗ 26205 на RUB30 млрд. (расчеты в день аукциона)       |
| 14 июл | Аукцион ОБР-20 на RUB500 млрд. (расчеты на след. день)           |
| 15 июл | Уплата страховых взносов во внебюджетные фонды (до RUB250 млрд.) |
| 20 июл | Аукцион ОФЗ 25079 на RUB25 млрд. (расчеты в день аукциона)       |
| 20 июл | Уплата 1/3 НДС за 2К 2011                                        |
| 25 июл | Уплата акцизов и НДС за июнь                                     |

### RUB МБК o/n intraday

|          | откр.     | мин. | макс. | закр.     |
|----------|-----------|------|-------|-----------|
| 1-й круг | 3.50/3.75 | 3.00 | 3.65  | 2.50/3.25 |
| 2-й круг | 3.50/4.00 | 3.25 | 3.75  | 2.75/3.25 |

### Динамика внутри дня (1-й круг)

| УТРО      | ДЕНЬ      | ВЕЧЕР     |
|-----------|-----------|-----------|
| 3.50-3.75 | 3.25-3.50 | 2.25-2.50 |

**Ликвидность незначительно уменьшилась, что не помешало ставкам на МБК к концу пятницы снизиться до 2.25-2.50%; первые расчеты в рамках июльского налогового периода пройдут в пятницу**

Величина чистой ликвидной позиции в пятницу сократилась на RUB30.2 млрд. до RUB872.8 млрд., что было обеспечено исключительно изменением остатков на корреспондентских и депозитных счетах банков в ЦБ. Объем депозитов вырос на RUB87.2 млрд. до RUB904.4 млрд., корсчета уменьшились на RUB117.4 млрд. до RUB465.0 млрд.

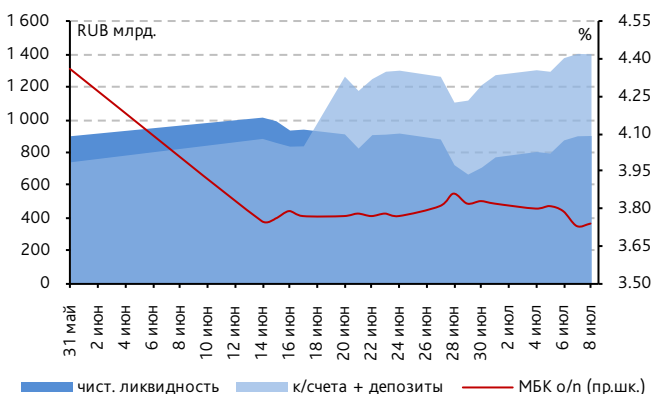
Тем не менее такие оттоки ликвидности не рассматриваются как существенные, и никакой напряженности на денежном рынке не формируют. В пятницу мы увидели продолжение снижения ставок: на конец дня МБК в терминах фактических сделок по размещению ликвидности банками первого круга в овернайт снизился до 2.25-2.50%. Однодневное фондирование через междилерское РЕПО под залог ОФЗ стоило 4.10%, под залог 1-го эшелона – 3.95%.

По-прежнему ожидаем сохранения низких ставок денежного рынка на протяжении большей части текущей недели. Первый отток в связи с налогами в текущем месяце имеет место в пятницу (до 15 июля уплачиваются страховые взносы).

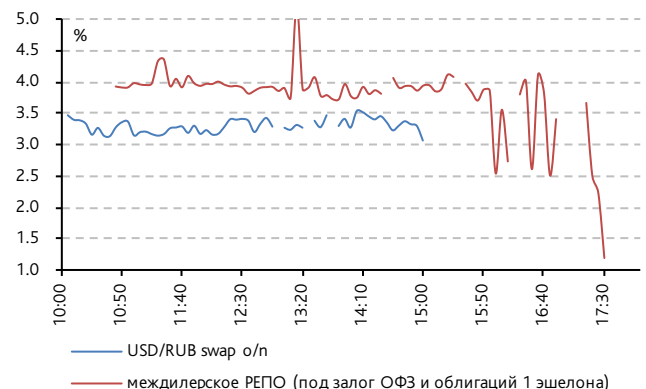


Роман Дзугаев  
+7 495 647-23-64  
[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)

### Ликвидность



### Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday





## Кредитные комментарии

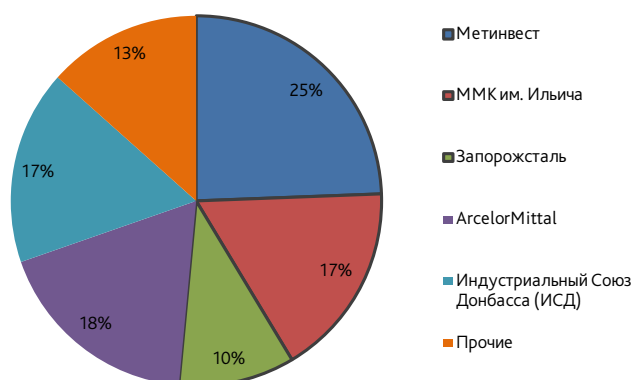
**Метинвест приобретает очередной крупный сталелитейный актив в Украине – Запорожсталь; получает контроль над половиной стали страны; потенциальные риски таятся в расходной части, сопутствующей сделке**

В пятницу поздно вечером в Интерфаксе появилась новость о том, что Метинвест приобрел 50% акций меткомбината Запорожсталь, а также опцион на покупку оставшихся 50%. Агентство ссылается на пресс-службу Метинвеста и продающей стороны, некой группы «Индустриал».

Запорожсталь – одно из крупнейших предприятий Украины, в 2010 году выпустило – 3.5 млн. тонн стали (4-е в стране, доля рынка Украины – 10%), 2.8 млн. тонн готового проката, 2.8 млн. тонн чугуна и 4.9 млн. тонн агломерата. Около 70% продукции уходило на экспорт. В мае 2010 г. на фоне кризиса начала поступать информация об интересе частных собственников комбината к его продаже. Среди сторон, интересующихся покупкой, назывались Arcelor Mittal, Posco, Северсталь и Метинвест.

## КОММЕНТАРИЙ

Новость, как в случае любого крупного приобретения, неоднозначна. С одной стороны, с октября 2010 г. две крупные покупки (помимо Запорожстали, это еще ММК им. Ильича) позволили удвоить долю рынка стали, контролируруемую Метинвестом. Если взглянуть на показатели 2010 г., то меткомбинаты, принадлежащие Ринату Ахметову, выпустили более половины стали страны. Таким образом, в Украине осталось лишь три крупных предприятия по выпуску стали: Криворожский завод (купленный Arcelor Mittal в 2005 г.) и два завода, подконтрольные группе Индустриальный Союз Донбасса (допустила дефолт по своим еврооблигациям в 2010 г.).

**ДИАГРАММА. ОСНОВНЫЕ ПРОИЗВОДИТЕЛИ СТАЛИ УКРАИНЫ, 2010**


Источник: данные компаний

С другой стороны, встает вопрос о финансовых затратах Метинвеста на покупку, а также на дальнейшие вложения в завод. Первая цифра пока официально не раскрывалась, однако, исходя из наших грубых предположений, мы считаем, что она не станет критичной для финансового состояния холдинга г-на Ахметова. Дальнейшая же модернизация завода, вероятно, потребует увеличения инвестпрограммы Метинвеста. Мы бы хотели услышать комментарии представителей компании по поводу возможных масштабов ее роста из-за покупки Запорожстали, однако, априори оцениваем ее в дополнительные USD200-300 млн. в год. По нашим оценкам, это не должно увести свободный денежный поток в отрицательную зону с учетом сильно расширившегося за последнее время бизнеса.

Еще один сохраняющийся вопрос: где Метинвест планирует брать уголь для своих новых приобретений (ММК им. Ильича и Запорожсталь). Необходимость его покупки у третьих сторон в случае, если собственные мощности по добыче угля не будут увеличены, может продолжить оказывать давление на маржу в стальном сегменте бизнеса Метинвеста. Впрочем, напомним, что EBITDA маржа выпуска стали холдинга и так составляет минимальные 1.5%, а основные прибыли генерируются железорудным сегментом. Мы считаем, что такая ситуация будет превалировать и в дальнейшем, по крайней мере, до тех пор пока цена железной руды сохраняется на высоком уровне.

| Метинвест          | B2/NR/B |
|--------------------|---------|
| МСФО, 2010 г.      |         |
| Выручка, USD млрд. | 9.4     |
| EBITDA margin      | 26%     |
| Долг/EBITDA        | 1.3     |

В целом, мы сохраняем наше мнение о Метинвесте как финансово стабильном консолидаторе украинского сталепроизводства. Его положение как одного из наиболее крепких заемщиков должно способствовать высокой оценке евробондов компании и в дальнейшем. Соответственно, сохраняется потенциал сближения **Metinvest 15** и **Metinvest 18** к суверенной кривой до 70-80 бп с нынешних 150 бп.



**Сергей Гончаров**  
+7 495 786-23-48  
[sergey.goncharov@trust.ru](mailto:sergey.goncharov@trust.ru)

## **X5 Retail Group и Магнит раскрыли операционные результаты за 2К 2011; органический рост Магнита пока дает более ощутимую отдачу, чем активные M&A сделки X5; предпочитаем бонды Магнита**

### КОММЕНТАРИЙ

Операционные результаты двух крупнейших российских ритейлеров в 1П 2011 г. показали ощутимый рост. Рублевая выручка Магнита и X5 увеличилась на 51% и 44%, до RUB156.5 млрд. и RUB224.2 млрд. соответственно. Традиционно для обеих компаний ключевым драйвером роста выручки являются наиболее многочисленные магазины: «магазины у дома» у Магнита (+45% по выручке относительно 6М 2010 г.) и дискаунтеры у X5 (+29% по выручке). Несколько более слабые продажи дискаунтеров X5 скомпенсировал за счет формата «супермаркет», который продемонстрировал рост выручки в 30%.

Формат «Гипермаркет» для сетей остается главным различием: если результаты X5 в этом сегменте остаются на уровне всей компании, то у Магнита гипермаркеты постепенно наращивают свой вес в совокупных продажах. Так в 1П 2011 г. этот формат продемонстрировал двукратный рост выручки при стабильном росте трафика и среднего чека (+3% и +8.7% соответственно). Для сравнения трафик в гипермаркетах X5 в 1П 2011 г. не увеличился, а средний чек вырос всего на 3%.

Операционные результаты X5 и Магнита лишней раз подтверждают большую эффективность стратегии активного органического роста по сравнению со стратегией агрессивных M&A сделок. Безусловно, после окончания реорганизации Копейки результаты X5 будут демонстрировать более внушительную динамику, чем в 1П 2011 г. Однако серьезное ухудшение кредитного качества, на которое компания пошла для осуществления сделки с Копейкой, несколько ограничивает ее финансовую гибкость и увеличивает стоимость публичных заимствований.

Облигации X5 и Магнита сейчас торгуются фактически на одной кривой. На наш взгляд, бонды X5 должны предлагать премию к кривой Магнита в размере не менее 40-50 бп. Такой спред к ней имеют сейчас наиболее ликвидные бумаги Копейки. Таким образом, бумаги обоих ритейлеров не предлагают интересных торговых идей. В секторе «ритейл», на наш взгляд, более привлекательной buy-and-hold инвестицией являются бумаги Интуриста, предлагающие двузначную доходность при дюрации около 0.8 года.



**Дмитрий Турмышев**  
+7 495 647-28-89  
[dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)

| X5 Retail Group      | B1/B+/NR |
|----------------------|----------|
| <i>МСФО, 1К 2011</i> |          |
| Выручка, RUB млрд.   | 112.0    |
| EBITDA margin        | 7.3%     |
| Долг/EBITDA          | 4.0      |

| Магнит             | NR    |
|--------------------|-------|
| <i>МСФО, 2010</i>  |       |
| Выручка, RUB млрд. | 236.2 |
| EBITDA margin      | 8.1%  |
| Долг/EBITDA        | 1.6   |

**Дирекция анализа долговых рынков**

[research.debtmarkets@trust.ru](mailto:research.debtmarkets@trust.ru)  
+7 495 789-36-09

**Дирекция финансовых рынков**

[sales@trust.ru](mailto:sales@trust.ru)  
+7 495 647-25-92

**Руководитель дирекции**

**Леонид Игнатьев**  
+7 495 647-23-60  
[leonid.ignatiev@trust.ru](mailto:leonid.ignatiev@trust.ru)

**Руководитель дирекции**

**Дмитрий Игумнов**  
+7 495 647-25-98  
[dmitry.igumnov@trust.ru](mailto:dmitry.igumnov@trust.ru)

**Макроэкономика и стратегия**

**Роман Дзугаев**  
+7 495 647-23-64  
[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)

**Мария Помельникова**  
+7 495 789-35-94  
[maria.pomelnikova@trust.ru](mailto:maria.pomelnikova@trust.ru)

**Алексей Тодоров**  
+7 495 647-23-62  
[aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)

**Торговые операции**

**Андрей Труфакин**  
+7 495 789-60-58  
[andrey.trufakin@trust.ru](mailto:andrey.trufakin@trust.ru)

**Кирилл Коваленко**  
+7 495 647-25-97  
[kirill.kovalenko@trust.ru](mailto:kirill.kovalenko@trust.ru)

**Клиентские продажи**

**Александр Хлопецкий**  
+7 495 647-28-39  
[aleksandr.khlopetsky@trust.ru](mailto:aleksandr.khlopetsky@trust.ru)

**Олеся Курбатова**  
+7 495 647-25-90  
[olesya.kurbatova@trust.ru](mailto:olesya.kurbatova@trust.ru)

**Артем Петросьян**  
+7 495 647-25-67  
[petrosyan.artem@trust.ru](mailto:petrosyan.artem@trust.ru)

**Яна Шнайдер**  
+7 495 647-25-74  
[yana.shnayder@trust.ru](mailto:yana.shnayder@trust.ru)

**Кредитный анализ**

**Сергей Гончаров**  
+7 495 786-23-48  
[sergey.goncharov@trust.ru](mailto:sergey.goncharov@trust.ru)

**Юлия Сафарбакова**  
+7 495 647-23-59  
[yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)

**Дмитрий Турмышев**  
+7 495 647-25-89  
[dmitry.turmyshhev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshhev@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. 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 Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают 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 являющимися частными инвесторами.

Каждый аналитик Дирекции анализа экономики и финансовых 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, выраженным 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 Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.