



### На рынке

- Нефть, ликвидность, рубль – группа поддержки выступила на «отлично», вызвав ралли на внутреннем рынке долга. Рублевый евробонд RSHB'16 начал оправдывать наши ожидания и сужает спрэд к локальной кривой. Полагаем справедливым снижение доходности еще на 30 б.п.
- «Прекратить нельзя продолжать» - где поставить знак препинания? Этой задаче эквивалентны думы инвесторов в отношении QE2. Полагаем, сворачивание состоится в срок, а спекуляции в отношении роста ставки могут умерить пыл инвесторов. Считаем логичным хеджирование рублёвого риска при покупке длинных бондов.
- **Группа ЛСР (-/B2/B)** в пятницу опубликовала финансовую отчетность по МСФО за 2010 год. Компании удалось сократить общий долг на 25 % до 30.4 млрд руб. Несмотря на довольно существенный рост показателя «Чистый долг/ЕБИТДА» (до 3.5x), мы не склонны драматизировать ситуацию. В силу специфики учета, для строительного сектора данный показатель не является репрезентативным. Новый бонд ЛСР серии БО-3 в настоящее время переоценен: он торгуется с доходностью 9.11% на дюрации 2.4 года – с доходностью ниже чем выпуск на полгода короче.
- **РУСАЛ** опубликовал достаточно сильную отчетность по МСФО за 2010 г. Отмечаем существенное снижение долговой нагрузки с 22.9x до 4.4x. Также сегодня объявлено о размещении нового выпуска. Ориентиры купона (8.7-9.0 %, доходность к 4-летней оферте 8.89-9.20 %) выглядят привлекательно.

Доходности и спрэды		yield,%	б.п.
RUS_30	↓	4.625	-1
RUS30_UST10 bp	↑	118	118
UST_10	↓	3.444	-3
UST_2	↓	0.802	-2
UST10-UST2 bp	↓	264	0
EU_10	↑	3.372	2
EU_2	↑	1.819	3
EU10-EU2 bp	↓	155	-1
EMBI+ bp	↓	258	-3
<b>Денежный рынок</b>			
LIBOR OIS US 3m	↓	18	0
LIBOR OIS EUR 3m	↑	17	2
Mosprime o/n	↓	3.15	0.0
Mosprime 3m	↓	3.95	0.0
RUB NDF 3m,%	↑	5.88	2.6
К/с+депоз (млрд руб)	↑	1 383	90.5
<b>Кредитный риск CDS 5y</b>			
Russia	↓	124	-4
Greece	↑	1 023	20
Portugal	↓	571	-9
Spain	↓	218	-15
Italy	↓	145	-6
<b>Индексы</b>			
		цена	изм,%
MSCI BRIC	↑	372	1.20
MSCI Russia	↑	1 105	2.00
Dow Jones	↑	12 377	0.46
RTSI	↑	2 077	1.59
VIX (RTS)	↓	23	-6.61
<b>Валюты</b>			
EUR/USD	↑	1.4214	0.17
3m FWD rate diff	↓	-139	-1
RUB/USD	↓	28.253	-0.57
RUB/EUR	↓	40.165	-0.37
RUB BASK	↓	33.617	-0.45
<b>Товары</b>			
Urals \$ / bbl	↑	115	1.60
Золото \$ / troy	↓	1 429	-0.24

### Денежный рынок

Нефть, старый друг

### Внутренний рынок

Ралли продолжается

### Глобальные рынки

«Прекратить нельзя продолжать»

Российский евродолг штурмует новые высоты

### Корпоративные новости

Приняты новые правила рынка электроэнергии

ЛСР: отчетность показала кризис

Русал: достаточно сильная отчетность за 2010 г. и новый рублевый бонд

### Монитор кривой ОФЗ

Текущая таблица относительной стоимости

**Новости коротко**Сегодня

- **РУСАЛ Братск** открыл книгу заявок на покупку 10-летних облигаций 8-й серии объемом 15 млрд руб. Книга заявок будет закрыта в 14 апреля, размещение запланировано на 18 апреля.
- **Куйбышевазот-инвест** открыл книгу заявок на 5-летние облигации серии 04 на 2 млрд руб. Книга заявок будет закрыта 12 апреля. Размещение запланировано на 14 апреля.
- **СКБ-банк** открыл книгу заявок на 3-летние облигации серии БО-05 на 2 млрд руб. Книга заявок будет закрыта 12 апреля. Размещение запланировано на 14 апреля. Ориентир ставки купона составляет 8.4-8.7 % с доходностью к 1.5-летней оферте в 8.58-8.89 %.
- Размещение выпуска **Волга-Спорт-1** на 1.4 млрд руб.
- Оферта по выпуску **МБРР-2** объемом 3 млрд руб.

Экономика РФ

- **ВВП России** за 2010 г вырос на 4 %. / Росстат
- **Инфляция в РФ** в апреле не превысит 0.4 % – Клепач. / Прайм-ТАСС

Корпоративные новости

- **Уралкалий** сохраняет планы завершить к концу мая слияние с **Сильвинитом** и намерен поддерживать в среднесрочной перспективе отношение чистого долга к EBITDA объединенной компании в диапазоне 1-2X. Уралкалий ожидает, что капзатраты в 2011-2012 гг. будут на уровне 12.5 млрд руб. в год (против 10.3 млрд руб. в 2010 г.). В том числе ежегодно примерно 8 млрд руб. составят затраты на наращивание мощностей, 4.5 млрд руб. – на поддержание имеющихся мощностей. / Прайм-ТАСС
- Чистая прибыль **ТМК** по МСФО за 2010 г. составила \$ 104 млн против \$ 324 млн убытка годом ранее. Компания ожидает, что в 1-м квартале 2011 г. EBITDA окажется на уровне 4-го квартала 2010 г. - в размере \$ 290 млн или чуть меньше. Общий долг ТМК на конец 2010 г. составил \$ 3.872 млрд. В течение 2010 г. чистый долг ТМК увеличился на 6 % и по состоянию на 31 декабря 2010 г. составил \$ 3.711 млрд. При этом доля краткосрочных кредитов сократилась с 41 % по состоянию на 31 декабря 2009 г до 18 % по данным на 31 декабря 2010 г. Краткосрочная задолженность на конец 2010 г составила 702 млн долл. / Прайм-ТАСС
- Чистая прибыль **Глобалтранс** выросла по МСФО в 2010 г. на 86 % до \$ 225.9 млн. Выручка выросла на 19 % до \$ 1.38 млрд. Скорректированный показатель EBITDA увеличился на 37 % до \$ 390.9 млн. / Прайм-ТАСС

Distressed Debt

- **Номос-банк** подал в арбитражный суд Москвы заявление о признании несостоятельным ООО «ДВТГ-Финанс» (SPV-компания ОАО «Дальневосточная транспортная группа») в связи с неисполнением обязательств по выплате купонного дохода в феврале 2009 г. / Cbonds

Размещения / Купоны / Оферты / Погашения

- **Гражданские самолеты Сухого (ГСС)** в пятницу открыли книгу заявок инвесторов на приобретение биржевых облигаций серий БО-02 и БО-03 объемом по 3 млрд руб. Ориентир ставки 1-го купона бумаг серии БО-02 – 8.1-8.3%, серии БО-03 - 9-9.2%, что транслируется в доходность на уровне 8.26-8.47% к годовой оферте и соответствует доходности к 2-летней оферте на уровне 9.2-9.41% соответственно. Книга закрывается 22 апреля. Размещение запланировано на 26 апреля. / Интерфакс
- **Пробизнесбанк** доразместил LPN, погашаемые в мае 2016 г., на \$ 11.5 млн. Евробонды были размещены по цене 99.094 % от номинала со ставкой купона 11.75 % с доходностью к погашению 12 % с учетом дисконта. / Прайм-ТАСС
- **ТКС банк** намерен во 2-м квартале разместить евробонды на \$ 150-200 млн. По словам источника в банковских кругах, срок обращения может составить 3 года. Глава ТКС банка Оливер Хьюз подтвердил намерение банка выйти на европейский рынок займов, но он не стал уточнять параметры размещения. О.Хьюз сообщил, что в целом ТКС банк намерен занять на российском и европейском рынках порядка \$ 200-300 млн в 2011 г., включая уже размещенные в феврале текущего года облигации на 1.5 млрд руб. По его словам, ТКС банк может выйти на рублевый рынок займов еще в 4-м квартале 2011 г. / Прайм-ТАСС
- Сеть магазинов «**Азбука вкуса**» может в 2011 году разместить облигационный заем на 3 млрд руб., сообщила финансовый директор компании Виктория Лубнина. Однако она отметила, что на сегодняшний момент лимиты, установленные банками, пока не выбраны. В. Лубнина уточнила, что средства могут понадобиться компании для реализации «емких с точки зрения финансирования проектов». / Интерфакс

Кредиты и займы

- **Газпромбанк** предоставит 3-летний кредит заводу ТМК в размере не более 6.3 млрд руб. для рефинансирования долга. Как сообщили в пресс-службе ТМК, кредит привлечен для рефинансирования текущей задолженности с улучшением условий кредитования. Срок исполнения обязательств по сделке – 31 марта 2014 г. / Прайм-ТАСС

Рейтинги

- **S&P** отозвало рейтинги компаний **Северо-Западный Телеком (СЗТ)**, **ВолгаТелеком**, **Центральная телекоммуникационная компания** («ЦентрТелеком»), **Уралсвязьинформ**, **Южная телекоммуникационная компания (ЮТК)** в связи с завершением их реорганизации путем их присоединения к **Ростелекому**. / S&P
- **Moody's** отозвало рейтинги **Комстара** (Ва3) в связи с реорганизацией компаний в форме присоединения к **МТС**. / Moody's
- **Moody's** отозвало рейтинг **СЗТ** (В1) в связи с реорганизацией компании в форме присоединения к **Ростелекому**. / Moody's

## Денежный рынок

## Параметры банковской ликвидности

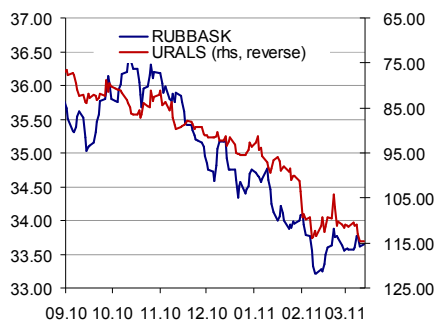
Изм.	01.04	31.03	30.03	02.03
Корсчета	-14	596	610	573
Депозиты	104	787	682	573
Всего	91	1383	1292	1146

Источник: ЦБ РФ

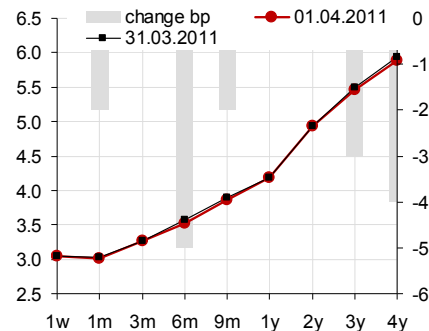
## Нефть, старый друг

Нефть продолжила движение в районе 115 \$/bbl (Urals), и вслед за ней рубль укрепился к бивалютной корзине на 15 копеек. Ставки на рынке NDF снижались вдоль всей кривой – особенно сильно на сроке 6 месяцев и 4 года, поддерживая котировки ОФЗ. Ликвидность вернулась к отметке 1.3 трлн руб., за три дня наверх «налоговый провал», а ставка однодневного депозита на МБК сравнялась с уровнями ЦБ (3.0/3.15 %).

Бивалютная корзина и нефть



Кривая NDF, %



Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы  
Юрий Нефёдов

## Внутренний рынок

## Ралли продолжается

В пятницу на рынке долга вновь царил оптимизм. Нефть, рубль и ликвидность – традиционная «группа поддержки» котировок российских бумаг – выступила на «отлично». Кроме того, в пятницу завершился квартал. Кривая ОФЗ сместилась вниз на 5-7 б.п., вновь лидировали наши топовые рекомендации на сроке 3.5-4 года (24077, 26203). Обращает на себя внимание и высокий оборот в госсекторе – подряда 25 млрд руб. (РПС и основной).

В корпоративном секторе оборот уже третий день подряд не уходит ниже 30 млрд рублей. Особенным спросом пользовались бумаги на сроке 2-3 года: ВЭБ 08 (MD 2.18/0.7 %/ yield 6.79/-32 б.п.), АПРОСА 23 (MD 3.3/0.29 %/ yield 7.97/-9 б.п.), ЕврХолдФ 1 (MD 1.73/0.29 %/ yield 7.17/-17 б.п.). Кроме того, спрос распространился и на одни из самых длинных выпусков: МТС 07 (MD 4.63/0.66 %/ yield 8.39/-14 б.п.), МТС 08 (MD 3.55/0.79 %/ yield 7.89/-22 б.п.).

Юрий Нефёдов

Динамика ликвидных ОФЗ					
Выпуск	Оборот, млн руб.	01.04		31.03.2011	
		Yield,%	MDUR	bp	Цена, %
ОФЗ 46018	4	7.76	6.45	-1	0.06
ОФЗ 26204	1 342	7.66	5.14	-7	0.35
<b>ОФЗ 26203</b>	<b>1 059</b>	<b>7.37</b>	<b>4.20</b>	<b>-7</b>	<b>0.27</b>
ОФЗ 25077	1 789	7.27	3.81	-7	0.26
<b>ОФЗ 25075</b>	<b>1 992</b>	<b>7.09</b>	<b>3.49</b>	<b>-5</b>	<b>0.19</b>
ОФЗ 25076	2 288	6.41	2.52	-8	0.19
ОФЗ 25078	8 755	5.66	1.66	-4	0.07
ОФЗ 25073	895	5.13	1.22	-2	0.02

Источник: ММВБ

## Статистика торгов

Выпуск	Оборот, млн руб.	Сделки	Объем выпуска млн руб.	Погашение	Оферта	Last	Изм, %	Yield, %	MDUR
ВЭБ 08	3317	20	15 000	13.10.20	22.10.13	100.5	<b>0.70</b>	6.79	2.18
АПРОСА 23	597	15	7 000	18.06.15	-	104.3	<b>0.29</b>	7.97	3.30
ВК-Инвест1	913	3	10 000	19.07.13	-	104.4	<b>-0.21</b>	7.25	1.95
ВК-Инвест6	754	29	10 000	13.10.15	-	100.8	<b>0.32</b>	8.24	3.45
ВК-Инвест7	596	29	10 000	13.10.15	-	100.8	<b>0.24</b>	8.24	3.45
Газпрнефт8	1246	24	10 000	02.02.16	-	102.4	<b>0.03</b>	8.04	3.74
Газпрнефт9	636	8	10 000	26.01.21	08.02.16	102.6	<b>0.10</b>	8.01	3.75
ГПБ БО-01	381	4	10 000	08.12.13	-	101.7	<b>0.25</b>	7.17	2.26
ЕврХолдФ 1	596	9	10 000	13.03.20	22.03.13	104.0	<b>0.29</b>	7.17	1.73
ЕврХолдФ 2	502	17	10 000	19.10.20	26.10.15	105.4	<b>-0.55</b>	8.67	3.38
ЗолСелигд3	729	11	1 500	29.05.14	31.05.12	107.9	<b>-0.08</b>	9.37	0.97
МГор44-об	402	13	20 000	24.06.15	-	100.5	<b>0.05</b>	7.32	3.38
МГор48-об	516	15	30 000	11.06.22	-	92.9	<b>0.32</b>	7.92	6.98
МГор62-об	425	24	35 000	08.06.14	-	118.6	<b>0.18</b>	6.83	2.50
МГор63-об	1087	16	15 000	10.12.13	-	120.6	<b>0.32</b>	6.76	2.15
МДМ БО-2	403	9	5 000	21.03.14	-	100.8	<b>0.15</b>	8.02	2.50
Мечел 14об	459	9	5 000	25.08.20	01.09.15	105.8	<b>0.24</b>	8.59	3.39
МТС 07	1621	51	10 000	07.11.17	-	102.4	<b>0.66</b>	8.39	4.63
МТС 08	1157	29	15 000	03.11.20	12.11.15	101.6	<b>0.79</b>	7.89	3.55
Промсвб-06	580	20	5 000	17.06.13	-	101.2	<b>0.15</b>	7.79	1.88
Райфб-БО7	505	4	5 000	27.11.13	-	101.3	<b>0.00</b>	7.09	2.25
РЖД-10обл	963	23	15 000	06.03.14	-	121.6	<b>0.09</b>	6.88	2.35
РЖД-23 обл	374	10	15 000	16.01.25	29.01.15	106.3	<b>0.11</b>	7.22	3.08
РосселхБО1	436	6	5 000	28.08.13	29.08.12	101.1	<b>0.20</b>	6.51	1.28
РУСАЛБал07	1066	34	15 000	22.02.18	03.03.14	100.8	<b>0.08</b>	8.14	2.44
СевСт-БО1	885	10	15 000	18.09.12	20.09.11	104.0	<b>0.00</b>	5.35	0.45
Система-04	397	10	19 500	15.03.16	-	100.8	<b>0.20</b>	7.46	2.22
Транснф 03	3252	33	65 000	18.09.19	28.09.11	109.5	<b>0.23</b>	-7.93	0.54
ЮТэйрФБО-2	436	17	1 500	26.03.13	-	108.3	<b>0.74</b>	8.18	1.66
ЯкутскЭБО1	581	14	3 000	03.09.13	-	101.6	<b>0.11</b>	7.65	2.08

Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

## Глобальные рынки

## Кривая Bunds и облигации EFSF

	Y	MD	Y ch	Price
Germany	1.82	1.9	3.0	-0.1%
	2.08	2.8	2.7	-0.1%
	2.40	3.7	2.7	-0.1%
	2.70	4.6	2.6	-0.1%
	2.87	5.1	2.4	-0.1%
	3.04	5.9	2.4	-0.1%
	3.18	6.6	1.9	-0.1%
	3.29	7.5	2.0	-0.1%
	3.37	8.4	1.9	-0.2%
	3.61	9.2	2.5	-0.2%
	3.86	11.6	2.2	-0.3%
	3.91	14.1	2.3	-0.3%
	3.82	18.2	2.4	-0.5%
EFSF	3.15	4.8	2.2	-0.1%

Источник: Bloomberg

## «Прекратить нельзя продолжать»

## США

Инвесторы и регуляторы по всему миру начинают ломать голову над тем, в каком месте поставить запятую в следующем предложении: «прекратить нельзя продолжать». Главы ряда федеральных резервных банков ФРС высказались на прошлой неделе в пользу сворачивания стимулирующих мер после выхода хороших данных по рынку труда, несмотря на все еще слабый рынок недвижимости.

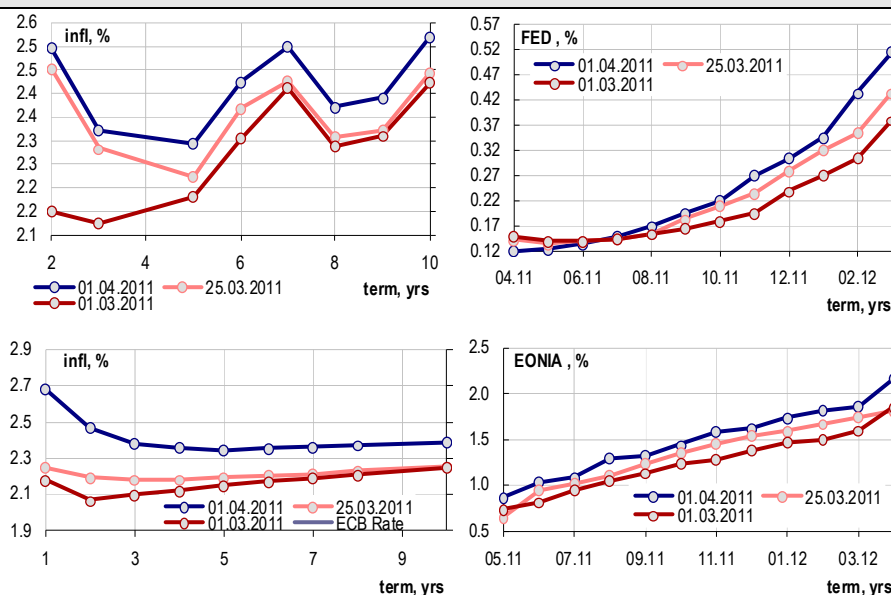
Мы склоняемся к тому, что QE2 будет прекращено в срок, если положительный тренд на рынке труда США сохранится, так как именно ситуацию с безработицей Б. Бернанке выделял как ключевой индикатор восстановления экономики. Пока рынки с нами солидарны: рост доходностей на сроке 3-7 лет в кривой свопов, смещение ожиданий по ставке ФРС вверх говорят о весьма вероятном сворачивании QE2. В то же время, прекращение QE2 может привести к сокращению спекулятивного спроса на нефть, и в условиях нормализации ситуации в MENA нефтяные котировки могут пойти вниз с текущих рекордных значений, что в свою очередь, представляет риск для рубля и рублёвых активов.

В связи с этим, несмотря на продолжение позитивных тенденций на рынке долга (ликвидность, рубль, нефть), мы полагаем логичным хеджировать валютный риск через NDF при покупке длинных облигаций.

## Европа

В Европе ситуация также остается «щекотливой» - повышение ставок на фоне нестабильности PIIGS не лучший шаг, но мы полагаем, что ЕЦБ пойдет на эту меру, так как инфляционные риски продолжают нарастать. На этом фоне кривая Bunds сдвигается фронтально вверх. В пятницу рост доходностей составил 3 б.п.

## Инфляционные ожидания и ожидания по ключевым ставкам в США и Европе



Источники: Bloomberg, Аналитический департамент Банка Москвы  
Юрий Нефёдов

## Базовые кривые и Россия-30

	01.04	D	W	M
UST'3m	0.056	- 4	- 2	- 8
UST'6m	0.144	- 3	- 2	- 1
UST'2	0.802	- 2	7	16
UST'5	2.238	- 4	8	14
UST'10	3.444	- 3	0	5
UST'30	4.486	- 2	- 2	1
EU'3m	0.798	- 0	- 3	12
EU'6m	1.010	- 0	- 1	18
EU'2	1.819	3	9	29
EU'5	2.698	3	11	29
EU'10	3.372	2	9	19
EU'30	3.822	2	6	23
EFSF	3.151	2	10	28
Rus30-US10	118	- 10	- 10	- 21

Источник: Bloomberg

## Российский евродолг штурмует новые высоты

Российские еврооблигации игнорируют рост базовых ставок и продолжают повышаться в цене. Рублёвый евробонд перешагнул отметку 103 % от номинала. Самое время начинать мониторинг дисконта к 26204 – сейчас около 37 б.п. По нашему мнению, справедливый дисконт составляет порядка 20 б.п., так что у рублёвого евробонда есть запас в 17 б.п. в случае если 26204 будет стоять на месте. Но пока мы рекомендуем 26204-соло и мониторинг Russia'18 RUB.

В корпоративном секторе падение доходностей составило 5-10 б.п. В лидерах роста – кривая Газпрома, ЛУКОЙЛа, Альфа-Банка.

Рублёвый евробонд RSHB'16 перевалил за 102 %, мы видим потенциал снижения доходности (до того, как выпуск встанет в кривую локальных облигаций РСХБ) еще на 30 б.п.

## Статистика торгов

Выпуск	Объем, млн.	Купон	Close	Y	MD	Swap Z sprd	Y ch	Price	Z sprd ch
Russia' 15	2 000	3.625	101.39	3.26	3.713	122	- 0.4	0.0%	1.0
Russia' 18	3 466	11	142.50	4.18	5.394	128	- 0.2	0.0%	2.1
Russia' 20	3 500	5	101.68	4.77	7.104	142	- 0.4	0.0%	1.9
Russia' 28	2 500	12.75	175.65	5.76	9.124	196	-	0.0%	2.5
Russia' 30	2 122	7.5	117.00	4.63	5.719	148	- 1.0	0.1%	1.7
Russia' 18 rub	40 000	7.85	103.45	7.21	5.296	3	- 11.0	0.6%	1.1
Alfa' 12	500	8.2	106.31	2.89	1.160	242	- 1.2	0.0%	- 1.2
Alfa' 13	400	9.25	109.80	4.55	1.986	350	- 8.5	0.2%	- 3.5
Alfa' 17	1000	7.875	106.02	6.71	5.066	395	- 1.6	0.1%	2.0
GazpromB' 13	500	7.933	109.28	3.56	2.032	250	- 8.2	0.2%	- 3.5
GazpromB' 14	1000	6.25	105.27	4.68	3.243	284	- 4.3	0.1%	- 1.0
GazpromB' 15	1000	6.5	106.36	4.90	3.875	274	- 1.5	0.1%	1.1
Sber' 13	500	6.48	108.76	2.20	1.957	121	- 4.9	0.1%	- 3.3
Sber' 13-2	500	6.468	108.86	2.38	2.084	130	- 6.2	0.1%	- 3.5
Sber' 15	1500	5.499	105.42	4.10	3.752	201	- 2.7	0.1%	1.0
Sber' 17	1250	5.4	102.66	4.88	5.073	218	- 9.2	0.5%	1.8
VEB' 17	600	5.45	101.80	5.13	5.427	226	- 3.6	0.2%	2.3
VEB' 20	1000	6.551	101.65	6.32	6.832	296	- 3.1	0.2%	2.2
VTB' 15	1250	6.465	107.36	4.40	3.454	247	- 2.3	0.1%	0.2
VTB' 18	2000	6.875	108.78	5.38	5.569	243	- 4.4	0.2%	2.4
TNK-BP' 13	600	7.5	109.47	2.46	1.827	158	- 1.6	0.0%	- 3.0
TNK-BP' 17	800	6.625	107.53	5.14	4.930	247	- 3.6	0.2%	1.7
TNK-BP' 18	1100	7.875	114.74	5.31	5.433	243	- 1.8	0.1%	2.3
Lukoil' 17	500	6.356	107.62	4.91	5.032	218	- 3.8	0.2%	1.9
Lukoil' 20	1000	6.125	102.57	5.77	7.060	239	- 4.7	0.3%	2.3
Lukoil' 22	500	6.656	105.23	6.01	7.759	245	- 3.0	0.2%	1.8
GAZP' 13-1	1750	9.625	113.87	2.14	1.773	130	- 2.8	0.0%	- 3.2
GAZP' 14	1250	8.125	114.78	3.37	2.928	174	- 11.8	0.3%	- 3.3
GAZP' 16	1350	6.212	109.26	4.34	4.688	176	- 5.1	0.2%	1.7
GAZP' 18	1100	8.146	118.22	5.03	5.318	214	- 5.0	0.3%	2.3
GAZP' 20	1250	7.201	109.05	5.87	6.527	263	- 5.0	0.3%	1.9
GAZP' 37	1250	7.288	108.87	6.57	12.113	251	- 2.9	0.4%	2.1
RuRail' 17	1500	5.739	104.45	4.87	4.928	217	- 3.7	0.2%	1.8
SevStal' 13	1250	9.75	113.04	3.80	2.082	271	- 1.2	0.0%	- 3.7
SevStal' 14	375	9.25	113.76	4.36	2.597	287	- 5.3	0.1%	- 4.0
Evraz' 13	1300	8.875	110.16	3.68	1.839	273	- 12.3	0.2%	- 3.2
Evraz' 18	700	9.5	118.18	6.27	5.117	341	- 14.6	0.8%	2.2
VIP' 16	600	8.25	111.39	5.66	4.120	329	- 12.3	0.5%	1.5
VIP' 18	1000	9.125	114.80	6.48	5.154	361	- 16.0	0.9%	2.3

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

**Корпоративные новости****Приняты новые правила рынка электроэнергии**

В пятницу Правительство РФ опубликовало новые правила оптового рынка электроэнергии и мощности. В соответствии с постановлением №1172, компании ждут следующие изменения:

- Плановый уровень выручки ФСК в 2011 г. снижен на сумму до 5 млрд руб.;
- Пересмотрены источники финансирования инвестиционной программы РусГидро и Росатома;
- Рост тарифа на услуги по передаче электроэнергии в неценовых зонах и территориальными сетевыми организациями в 2011 г. ограничен уровнем в 15 %;
- С 1 апреля 2011 г. пересмотрены цены на мощность для генерирующих объектов, работающих в вынужденном режиме;

Также объявлено, что в девятимесячный срок будут представлены изменения в части торговли мощностью на оптовом рынке.

Комментарий

Постановление датировано 27 декабря 2010 г., то есть задержка публикации правил составила более трех месяцев.

Большая часть нововведений уже обсуждалась в профильных министерствах и была вызвана потребностью сглаживания роста цен на электроэнергию. В частности, предложения о снижении тарифов ФСК, МРСК и вынужденной генерации заявлены правительством еще в середине февраля. По мнению представителей ФСК, итоговый рост тарифов магистральных сетей в 2011 г. составит 26 % вместо ранее утвержденных 32 %.

Кроме того, по данным совета рынка, в сторону понижения будут пересмотрены и ставки ДПМ – так, средневзвешенная стоимость капитала составит 13 % вместо первоначальных 14 %.

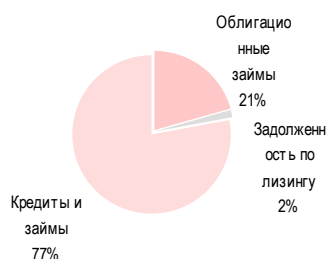
Наибольшая неопределенность сохраняется вокруг ситуации на рынке мощности, правила которого могут быть существенно изменены с октября. Некоторые предложения совета рынка включают полный отказ от ценовых заявок при проведении конкурентных торгов и использование индивидуальных ставок при оплате мощности.

Влияние на рынок

На наш взгляд, утверждение правил оптового рынка электроэнергии с сопутствующими предложениями частично снижает неопределенность относительно будущего ФСК, где сглаживание выручки в 2011 г. ограничено 5 млрд руб. Между тем мы не ждем существенной позитивной реакции рынка до публикации окончательных тарифов и разрешения вопроса оплаты мощности.

*Михаил Лямин, Иван Рубинов. CFA*

## Структура долга ЛСР на 31.12.2010



Источники: данные компании, RD Банка Москвы

### Параметры ликвидных выпусков ЛСР

Выпуск	ЛСР 02 обл	ЛСР БО-2	ЛСР БО-3
Объем выпуска, млн руб.	5 000	2 000	2 000
Купон, %	9.8	10.0	9.5
Дюрация, лет	1.6	2.0	2.4
УТМ/УТР	8.59	9.13	9.11
Оборот за 3 мес, млн руб.	2 986	1 055	2 280
Число сделок за 3 мес.	379	367	146
Рейтинги	NR/ B2/ B		NR/ B2/ B
Котировальный лист	A1	A2	A1

Источник: ММББ, RD Банка Москвы

## ЛСР: отчетность показала кризис

Группа ЛСР (-B2/B) в пятницу опубликовала финансовую отчетность по МСФО за 2010 год. Компании удалось сократить общий долг на 25 % до 30.4 млрд руб. Соотношение Чистый долг/ЕБИТДА при этом выросло до 3.5X из-за передачи недвижимости, проданной в кризисный период по невысоким ценам. На финансовый результат оказал также влияние убыток от продажи непрофильных активов по производству газобетона в Прибалтике.

Несмотря на довольно существенный рост показателя «Чистый долг/ЕБИТДА», мы не склонны драматизировать ситуацию. В силу специфики учета, для строительного сектора данный показатель не является репрезентативным.

Позитивным фактором является существенное сокращение долга компании и успешные усилия менеджмента по увеличению срочности долгового портфеля.

Новый бонд ЛСР серии БО-3 в настоящее время переоценен: он торгуется с доходностью 9.11 % на дюрации 2.4 года – с доходностью ниже чем выпуск на полгода короче.

### Комментарий

Последствия кризиса все еще отражаются на итогах деятельности ЛСР, что связано со спецификой девелоперского бизнеса эмитента. Несмотря на восстановление рынка в 2010 году, операционные показатели компании за этот период в целом оказались слабее предыдущего года в связи со следующими факторами:

- В 2010 году произошло изменение в продуктовой структуре ЛСР в пользу сегмента масс-маркет, являющегося менее маржинальным по сравнению с элитной недвижимостью. Причиной этому стало начало передачи покупателям жилья, реализованного на рынке в кризисный период по низким ценам, в т.ч. передача жилья по госконтрактам, заключенным в 2009 году по цене 44 тыс. руб. за кв м площадью 148 тыс. кв м.
- В 1 полугодии 2010 года цены на строительные материалы оставались низкими, что привело к снижению среднегодовой цены на эту группу товаров компании в 2010 году по сравнению с 2009 годом.

Перспективы компании в 2011 г. выглядят значительно более радужными.

- Как упоминается в пресс-релизе компании, отмеченный во 2-м полугодии 2010 года рост объемов строительства привел к повышению спроса на стройматериалы. Это позволило эмитенту существенно улучшить финансовые показатели за 2-е полугодие 2010 года: 60 % выручки и 80 % ЕБИТДА бизнеса компании по производству стройматериалов пришлось на 2-е полугодие.
- Восстановление рынка жилой недвижимости позволило компании заключить новые контракты с розничными покупателями на продажу 35 тыс. кв. м элитной недвижимости и 147 тыс. кв. м жилья сегмента масс-маркет и бизнес-класса, что превышает результат 2009 года на 66 % и 72 % соответственно.

В 2010 году Группа ЛСР проводила мероприятия по управлению долговым портфелем, которые благоприятно отразились на его структуре, срочности и стоимости обслуживания. Общий объем долга снизился за год на 20 % до 31.7 млрд руб., при этом основную часть долга (78 %) составляли банковские кредиты и займы, на рублевые займы приходился 21 % задолженности.

Напомним, что улучшение финансового состояния компании было отмечено агентством Fitch, которое в марте повысило рейтинг компании до «B» из-за успешного рефинансирования краткосрочной задолженности, а также ввиду благоприятных перспектив эмитента в 2011 году.

### Влияние на рынок

В целом, опубликованная отчетность была ожидаема рынком. Размещенный в марте трехлетний выпуск БО-3 с доходностью 9.73 % мы рекомендовали к покупке на вторичном рынке, поскольку справедливую доходность новой трехлетней бумаги видели на уровне 9.4-9.5 %. В настоящий момент выпуск ЛСР БО-3, торгуемый с доходностью 9.1-2 %, выглядит переоцененным. Это заметно на примере менее длинной бумаги этого эмитента – ЛСР БО-2, торгующегося с той же доходностью на дюрации 2 года.

## Отчетность ЛСР по МСФО

МСФО, млн руб.	2008	2009	2010	год-году
Выручка	49 813	51 024	49 950	-2 %
ЕВITDA	13 178	14 732	8 687	-41 %
Чистая прибыль	-8 007	4 590	1 742	-62 %
Совокупный долг	36 874	39 541	31 703	-20 %
Чистый долг	33 628	36 645	30 376	-17 %
ОСФ	4 373	3 470	-2 375	-168 %
Сарех	10 330	7 674	4 544	-41 %
ЕВITDA margin (%)	26.5 %	28.9 %	17.4 %	
Чистая рентабельность (%)	-16.1 %	9.0 %	3.5 %	
Долг/ЕВITDA* (x)	2.8	2.7	3.6	
Чистый долг/ЕВITDA* (x)	2.6	2.5	3.5	

Источник: данные компании, Аналитический департамент Банка Москвы

Екатерина Горбунова

**Русал: достаточно сильная отчетность за 2010 г. и новый рублевый фонд**Событие

UC RUSAL, крупнейший в мире производитель алюминия, в конце прошлой недели опубликовал свою отчетность за 2010 год по МСФО. Результаты последнего квартала и года в целом на уровне EBITDA оказались достаточно близки к рыночному консенсус-прогнозу. Долговая нагрузка в терминах Чистый долг/EBITDA снизилась с запредельных 22.9X до 4.4X.

Сегодня появилась информация об открытии книги заявок на покупку новых рублевых облигаций совокупным объемом 15 млрд руб.

Отмечаем существенное снижение долговой нагрузки компании – показатель Чистый долг/EBITDA составляет 4.4X.

Озвученные ориентиры купона по новому рублевому выпуску 8.7-9.0 % (доходность 8.89-9.20 % к четырехлетней оферте) выглядят привлекательно.

Размещенный в марте рублевый выпуск РУСАЛ-Братск-07 считаем переоцененным и не видим потенциала снижения доходности.

## Основные финансовые показатели Русала по МСФО за 2008-2010 гг.

МСФО, \$ mn	2008	2009	9M 2010	2010	г-к-г, %
Выручка	15 685	8 165	8 029	10 979	34%
EBITDA	3 526	596	1 889	2 597	336%
EBIT	-1 228	-63	1 467	2 031	
Чистая прибыль	-5 984	821	1 420	2 867	249%
Совокупный долг	13 971	13 869	12 270	11 963	-14%
Чистый долг	13 263	13 633	11 750	11 472	-16%
Собственный капитал	4 888	6 332	9 975	11 456	81%
Активы	24 005	23 886	25 019	26 525	11%
EBITDA margin (%)	22.5%	7.3%	23.5%	23.7%	
Net Income margin (%)	-38%	10%	18%	26%	
Долг/EBITDA* (x)	4.0	23.3	6.5	4.6	
Чистый долг/EBITDA* (x)	3.8	22.9	6.2	4.4	
Долг/Активы (x)	0.6	0.6	0.5	0.5	
Долг/Собственный капитал (x)	2.9	2.2	1.2	1.0	
Доля долгосрочного долга (%)	0%	80%		88%	

Источники: отчетность компании, расчеты RD Банка Москвы

Комментарий

По итогам года в целом EBITDA компании составила \$ 2.6 млрд, продемонстрировав рост более чем в четыре раза. Рентабельность EBITDA достигла уровня 23.7 %, что выше докризисного уровня.

На уровне денежных потоков результаты РУСАЛа можно охарактеризовать как достаточно высокие. По итогам квартала операционный денежный поток компании приблизился к \$ 1.2 млрд, что позволило продолжить снижение чистого долга. За счет продолжающихся выплат кредиторам совокупный долг компании по итогам года сократился с \$ 13.9 млрд до \$ 12 млрд. С начала 2010 года РУСАЛ выплатил текущим кредиторам \$ 3.5 млрд за счет размещения собственных акций, положительных операционных денежных потоков и размещения в марте рублевого выпуска РУСАЛ-Братск. Соотношение Чистый долг/EBITDA упало при этом до уже не столь пугающих 4.4X. (по итогам 2009 года Чистый долг/EBITDA составлял 22.9X). Также улучшается и временная структура обязательств – доля долгосрочного долга составляет 88 %.

Необходимо отметить, что компания намерена продолжать увеличивать срочность долга и рефинансировать старые обязательства – сегодня стало известно о том, что компания в ближайшее время разместит еще один выпуск рублевых облигаций (об этом подробнее в следующем разделе). Кроме того, учитывая, что текущие цены на алюминий уже более чем на \$ 300 за тонну превышают средний уровень 4-го квартала 2010 г., продолжить дальнейшее сокращение долга РУСАЛу вполне по силам.

Влияние на рынок

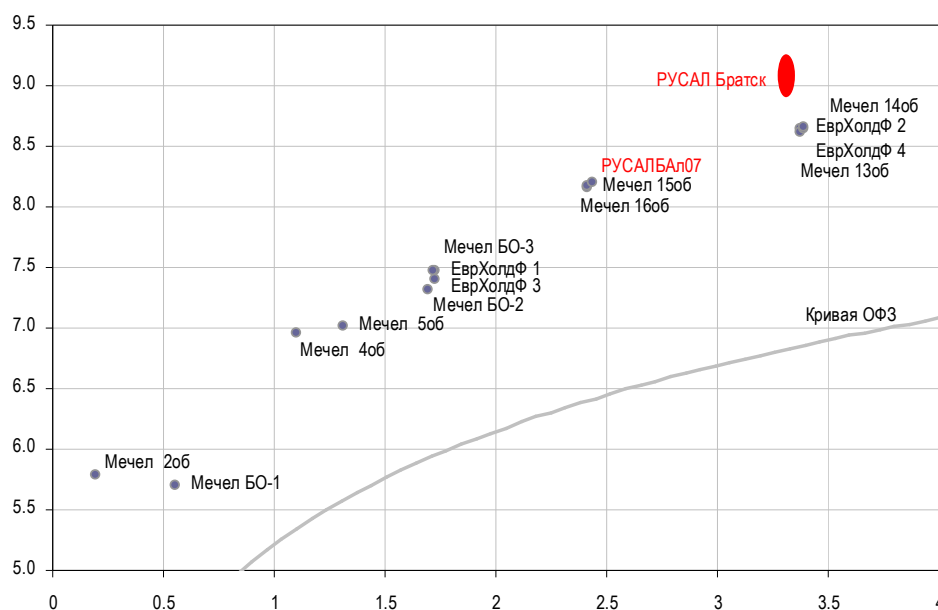
Сегодня стало известно, что РУСАЛ открывает книгу заявок на покупку новых рублевых облигаций объемом 15 млрд руб. Эмитентом облигаций, как и по предыдущему выпуску, будет РУСАЛ Братский алюминиевый завод. Книга будет открыта до 14 апреля 2010 года. Первоначальный маркетинговый диапазон по ставке купона при оферте через 4 года составит 8.7-9.0 %, что соответствует доходности в 8.89-9.2 %. Ориентир ставки купона по предыдущему выпуску эмитента (март 2011 г.) с трехлетней офертой был дважды снижен с 9.0-9.5 % до 8.3-8.5 %. Книга была закрыта по нижней границе окончательного диапазона с двойной переподпиской. Размещение новой бумаги поддержит ликвидность уже обращающегося выпуска и позволит эмитенту сформировать собственную кривую доходности.

Как известно, в соответствии с соглашением с кредиторами, у РУСАЛа имеются существенные ограничения в использовании денежных средств и направлении капитальных затрат. Однако условия реструктуризации задолженности не распространяются на новых кредиторов. Поэтому при принятии решения о покупке облигаций компании необходимо помнить о существенной субординации к уже существующим кредиторам.

Недавно размещенные бонды РУСАЛ Братск торгуются на уровне Мечела и Евраз с доходностью 8.20 % на дюрации 2.43 и представляют премию к ОФЗ порядка 180 б.п. Данный выпуск мы считаем переоцененным. Справедливый спрэд к Мечелу должен быть, на наш взгляд, 15-20 б.п. Соответственно, справедливая доходность РУСАЛ 07 – 8.30-8.40 %. Исходя из чего, справедливая доходность нового выпуска РУСАЛа, по нашему мнению, – 8.8-9.0 %.

Участие в новом выпуске по озвученным ориентирам доходности нам представляется интересным. Более того, мы не исключаем снижения ориентиров также как это происходило с предыдущим выпуском эмитента.

## Карта доходности рублевых облигаций металлургического сектора



Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

*Юрий Волков, CFA, Андрей Кучеров, Антон Дроздов, CFA*

## Монитор кривой ОФЗ

## Текущая таблица относительной стоимости

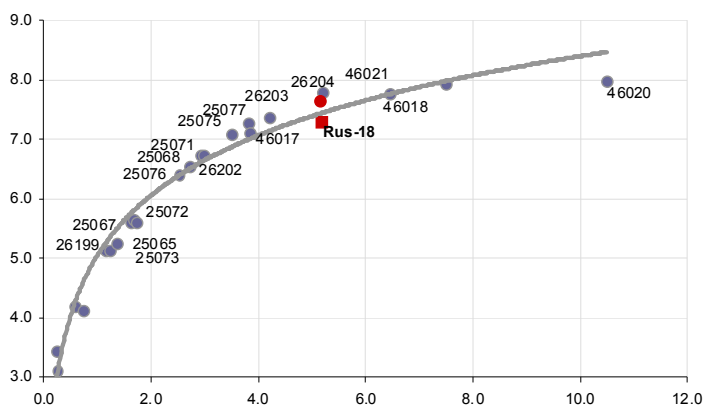
В настоящий момент недооценёнными относительно модельной кривой считаем ликвидные выпуски 26204, 25075, 25077, 26203.

Динамика за день											
31.03.11											
01.04.11											
31.03.11											
Выпуск	Оборот, млн руб	Yield, %	MDUR	bp	Цена, %	Текущ. Спрэд (б.п.)*	yield, bp**	Потенциал (цена)	Yield, %	MDUR	Sprd T-1
ОФЗ 25074	-	3.44	0.24	-1	0.00	49	-39	0.09	3.45	0.24	57
ОФЗ 25066	0	3.11	0.25	37	-0.11	7	fair	-	2.74	0.25	-23
ОФЗ 25063	5	4.2	0.57	5	-0.04	-5	fair	-	4.15	0.58	-6
ОФЗ 25064	16	4.13	0.73	3	-0.04	-47	37	-0.27	4.10	0.73	-47
ОФЗ 26199	1 471	5.14	1.16	-9	0.10	-14	4	-0.04	5.23	1.17	-4
ОФЗ 25073	895	5.13	1.22	-2	0.02	-22	12	-0.15	5.15	1.23	-19
ОФЗ 25067	65	5.24	1.35	-8	0.09	-25	15	-0.20	5.32	1.35	-17
ОФЗ 25072	1 131	5.6	1.63	-8	0.13	-16	6	-0.10	5.68	1.63	-9
ОФЗ 25078	8 755	5.66	1.66	-4	0.07	-14	4	-0.06	5.70	1.67	-10
ОФЗ 25065	516	5.6	1.71	-10	0.15	-24	14	-0.24	5.70	1.72	-15
ОФЗ 25076	2 288	6.41	2.52	-8	0.19	1	fair	-	6.49	2.52	6
ОФЗ 25068	723	6.54	2.72	-2	0.03	3	fair	-	6.56	2.72	2
ОФЗ 26202	2 253	6.73	2.93	-2	0.04	11	-1	0.03	6.75	2.94	10
ОФЗ 25071	208	6.74	2.97	-8	0.24	10	fair	-	6.82	2.97	15
ОФЗ 25075	1 992	7.09	3.49	-5	0.19	22	-12	0.41	7.14	3.49	23
ОФЗ 25077	1 789	7.27	3.81	-7	0.26	27	-17	0.65	7.34	3.81	30
ОФЗ 46017	-	7.12	3.84	0	0.00	11	-1	0.03	7.12	3.85	6
ОФЗ 26203	1 059	7.37	4.20	-7	0.27	23	-13	0.54	7.44	4.20	25
ОФЗ 26204	1 342	7.66	5.14	-7	0.35	22	-12	0.64	7.73	5.14	24
ОФЗ 46021	-	7.80	5.19	0	0.00	35	-25	1.30	7.80	5.19	29
ОФЗ 46018	4	7.76	6.45	-1	0.06	-1	fair	-	7.77	6.45	-6
ОФЗ 46022	-	7.93	7.50	0	0.00	-5	fair	-	7.93	7.50	-13
ОФЗ 46020	-	7.98	10.49	0	0.00	-49	39	-4.11	7.98	10.50	-59

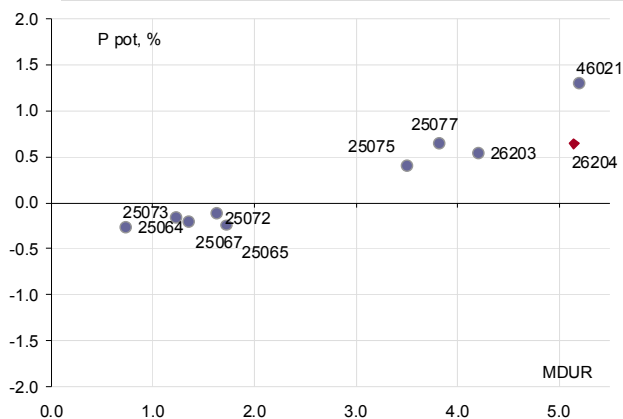
\*к модельной кривой ОФЗ

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

Кривая ОФЗ



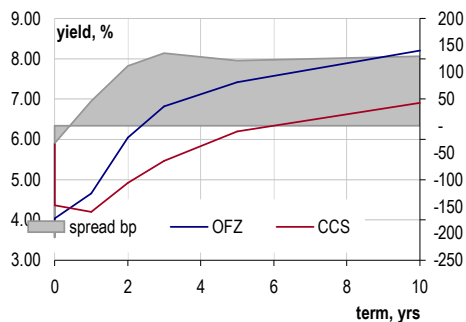
Потенциал и дюрация



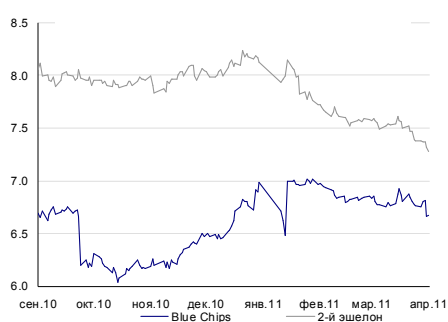
Юрий Нефёдов

Российский долговой рынок

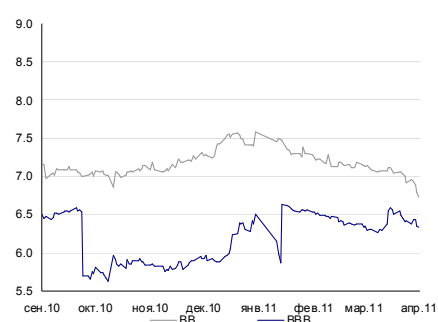
Кривые ОФЗ и CCS



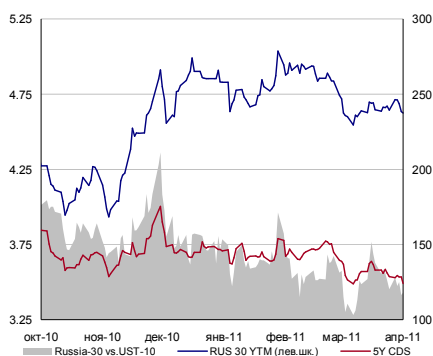
Индексы ВМВБ эшелоны



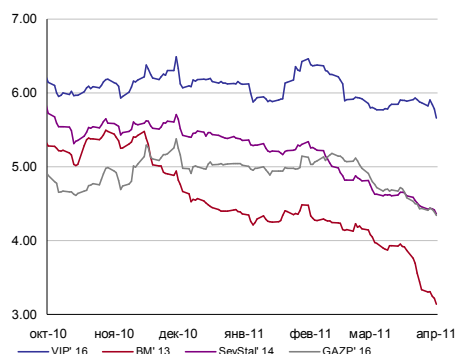
Индексы ВМВБ рейтинги



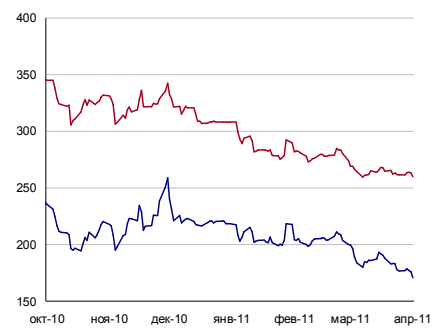
Суверенный риск России



Корпоративные еврооблигации

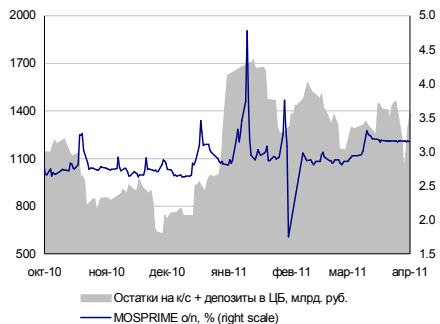


CDS корпораций

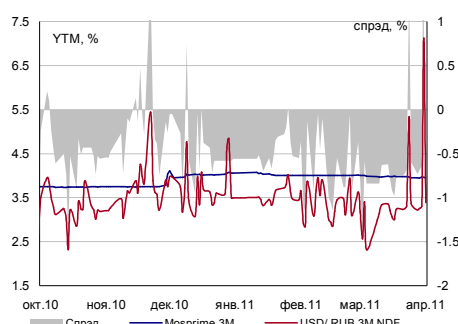


Денежно-валютный рынок

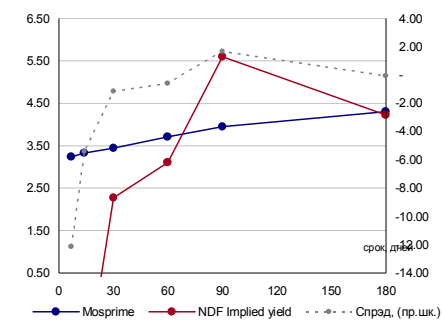
Ликвидность и ставки



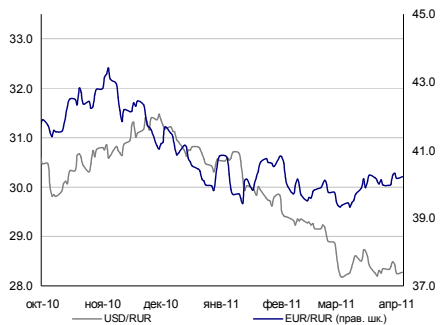
Форвардный базис



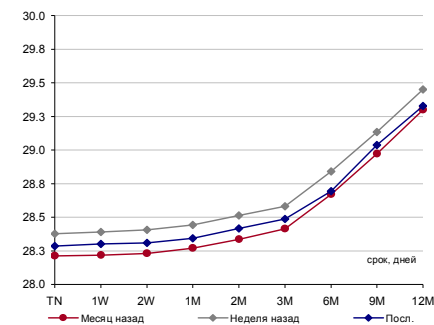
Спрэды денежного рынка



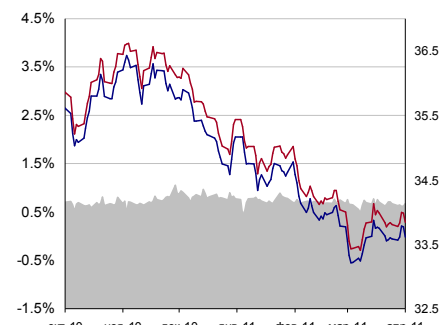
Курс рубля



Форвардные кривые



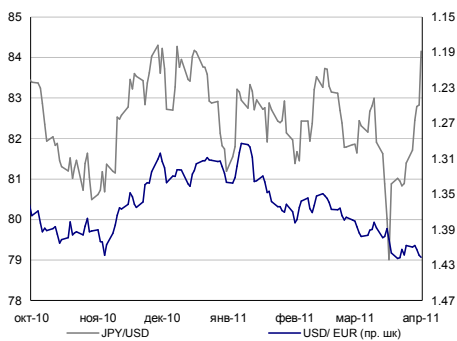
Своп-поинты 3 месяца



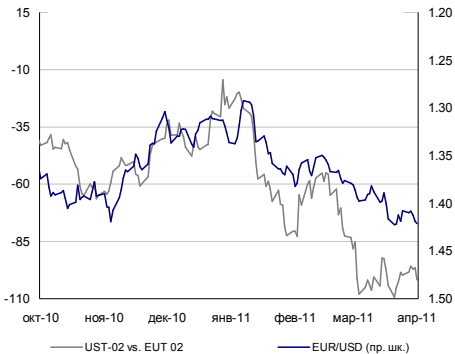
Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

Глобальный валютный и денежный рынок

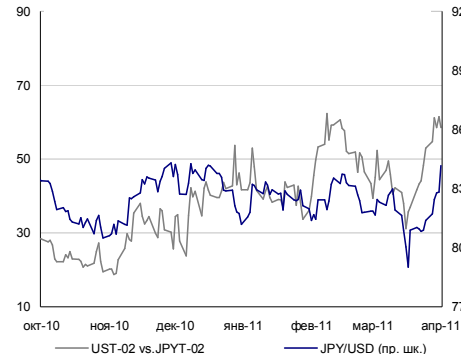
Основные валюты



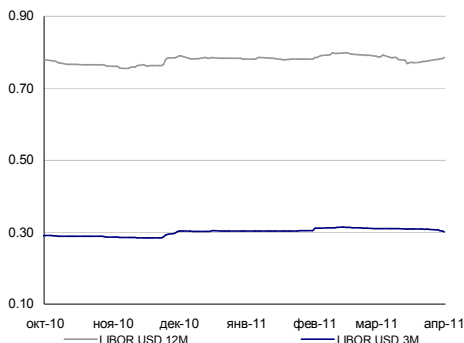
Ставки и курсы евро/доллар



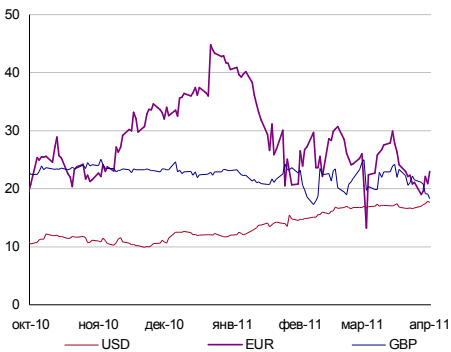
Ставки и курсы иена/доллар



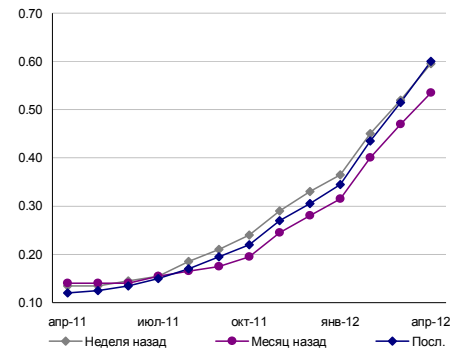
LIBOR USD



LIBOR-OIS

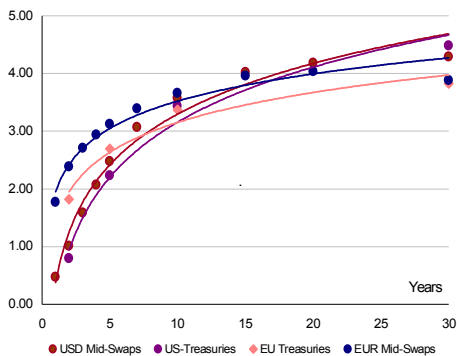


FED RATE ожидания

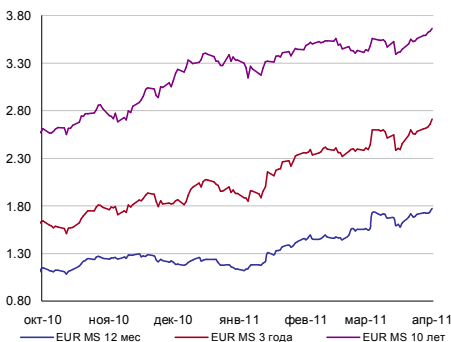


Глобальный долговой рынок

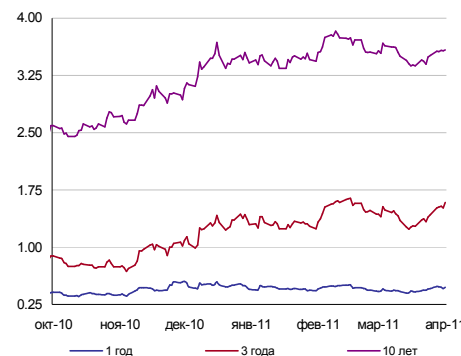
Базовые кривые



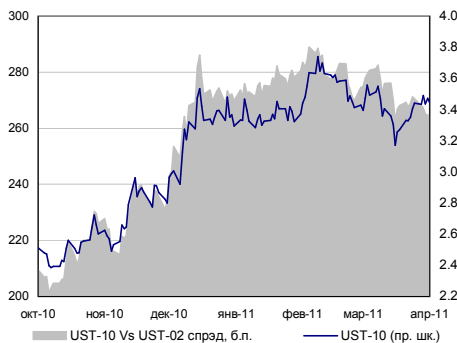
EUR IRS (mid)



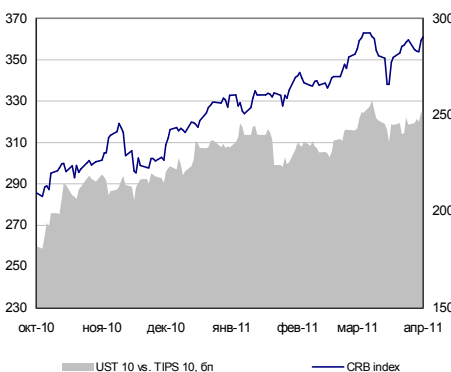
USD IRS (mid)



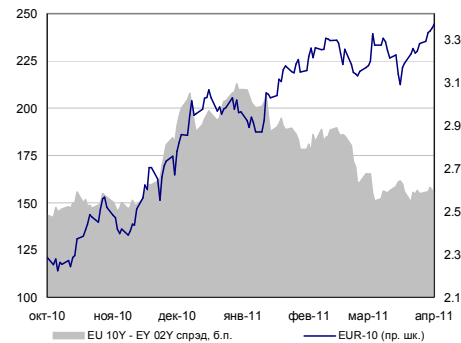
UST



Инфляционные ожидания



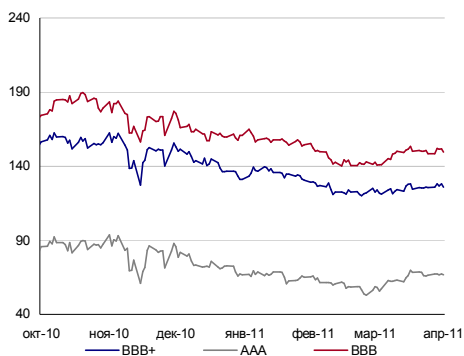
Bundes



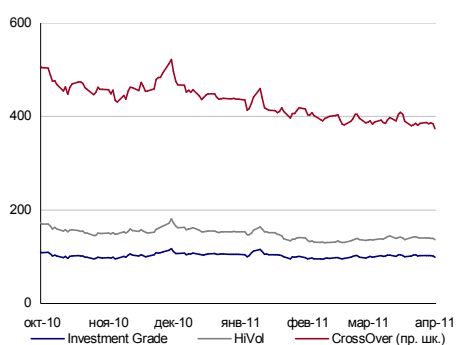
Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

Глобальный кредитный риск

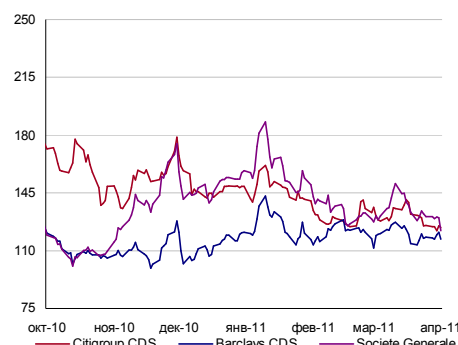
US Industrials spread



CDS iTraxx Europe 5y

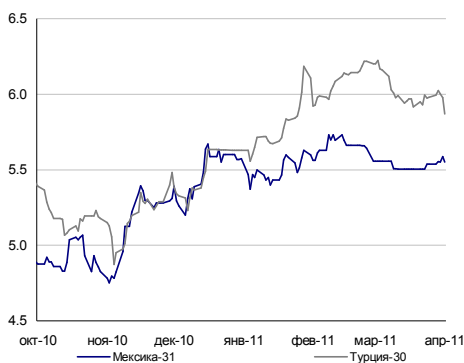


CDS Global Banks

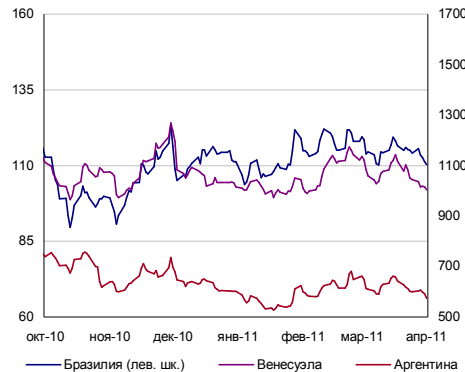


Emerging markets

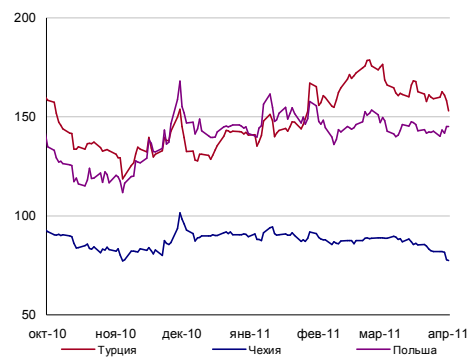
Еврооблигации EM



Lat Am CDS



EMEA CDS

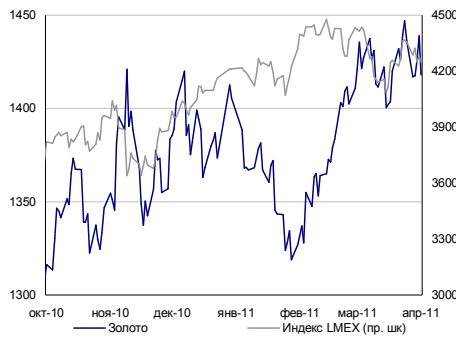


Товарные рынки

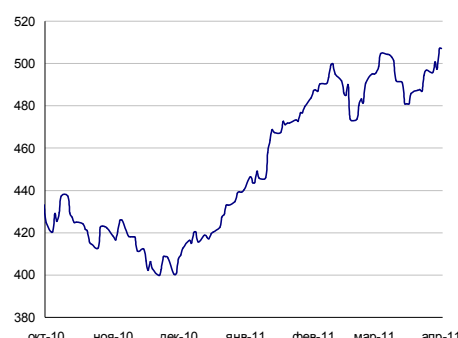
Нефть



Драгметаллы



CRB food



Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

**Аналитический департамент**

Тел: +7 495 925 80 00 доб. 1404

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank of Moscow Research@mmbank.ru

**Директор департамента**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@mmbank.ru

**Нефть и газ**

Денис Борисов

Borisov\_DV@mmbank.ru

Сергей Вахрамеев

Vahrameev\_SS@mmbank.ru

**Экономика**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@mmbank.ru

**Стратегия**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@mmbank.ru

Юрий Волов, CFA

Volov\_YM@mmbank.ru

Юрий Нефедов

Nefedov\_YA@mmbank.ru

**Металлургия**

Юрий Волов, CFA

Volov\_YM@mmbank.ru

Андрей Кучеров

Kucherov\_AA@mmbank.ru

**Финансовый сектор**

Виктория Чичуа

Chichua\_VT@mmbank.ru

**Минеральные удобрения**

Юрий Волов, CFA

Volov\_YM@mmbank.ru

**Электроэнергетика**

Михаил Лямин

Lyamin\_MY@mmbank.ru

Иван Рубинов, CFA

Rubinov\_IV@mmbank.ru

**Потребсектор**

Виталий Купеев

Kupееv\_VS@mmbank.ru

**Долговые рынки**

Юрий Нефедов (руководитель группы)

Nefedov\_YA@mmbank.ru

Анастасия Сарсон

Sarson\_AY@mmbank.ru

Екатерина Горбунова

Gorbunova\_EB@mmbank.ru

Антон Дроздов, CFA

Drozdov\_AY@mmbank.ru

**Машиностроение / транспорт**

Михаил Лямин

Lyamin\_MY@mmbank.ru

Дмитрий Доронин

Doronin\_DA@mmbank.ru

**Телекоммуникации**

Кирилл Горячих

Goryachih\_KA@mmbank.ru

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

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

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