

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- Отставка премьера **Португалии** привела к снижению суверенного рейтинга; **ЕЦБ** вряд ли поднимет ставку в апреле из-за нового витка долгового кризиса
- Ситуация вокруг японской АЭС и возможная наземная операция в Ливии вывели **золото** к новому рекорду; слабые данные по экономике США приостановили рост цен на **нефть**
- UST – совокупное предложение в рамках аукционов следующей недели составит USD99 млрд. Спрос на **суверенный долг США** по-прежнему высок
- Корпоративные бумаги пользовались хорошим спросом, активность в евробондах РФ была ниже; интересны бумаги **VTB 20** и суверенные выпуски **Белоруссии**
- Негативный внешний фон не мешает российскому долговому рынку **открыться в плюсе**
- Агрохолдинг «Мрия»:** ориентиры по новому выпуску не представляют интереса ([стр. 2-4](#))

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- Уровень **ликвидности** не вызывает беспокойства в преддверии налогов; **ставки** остаются приемлемыми
- Курс рубля** стабилизировался на фоне низкой торговой активности в ожидании решения ЦБ по ставкам
- Рублевый рынок:** в сегменте ОФЗ пользовались спросом длинные выпуски, в корпоративном секторе первый эшелон подешевел
- Банк БНП Париба** понижает ориентир по купону; условия все еще интересны ([стр. 5-6](#))

МАКРОЭКОНОМИКА

- Золотовалютные резервы** вернулись к максимуму USD500 млрд. за счет положительной переоценки и **покупок** валюты Банком России ([стр. 7](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

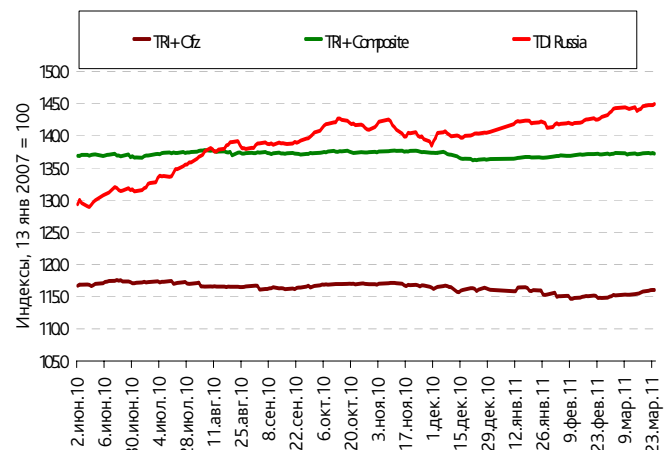
- ТНК-ВР:** Стокгольмский суд запретил сделку ВР с Роснефтью; конфликт вряд ли завершен, однако бумаги могут подрасти в краткосрочной перспективе; волатильность сохранится
- Банк «Санкт-Петербург»** представил крепкие финансовые итоги за 2010 год по МСФО; короткий рублевый бонд выглядит привлекательно
- Магнит** продемонстрировал хорошие результаты в отчетности по МСФО за 2010 г.; долговая нагрузка выросла, но остается на комфортном уровне; бонды оценены справедливо
- ПрофМедиа** покупает сеть кинотеатров; позитивно для рыночных позиций компаний; облигации смотрятся интересно
- ФАС предлагает пересмотреть цены рынка мощности в Сибири; негативно для тепловых генераторов региона, позитивно для **РусГидро** ([стр. 8-11](#))
- Новатэк** приобрел опцион на 25.1% пакета «Ямал-СПГ», собрав акции или опционы на 100% компании; последняя выплата составит USD530 млн.; также будут выплачены дивиденды на RUB7.5 млрд.; кредитное качество в итоге не пострадает
- Банк «Восточный экспресс»** покупает региональную дочку Новикомбанка - банк «Лада-Кредит». Банк Восточный Экспресс последовательно развивает бизнес, покупка ему вполне по силам и не критична для кредитных метрик; нейтрально для облигаций банков

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↓ 175.00	-5.00	-14.00	-24.00
EMBI+ spread	↓ 265.01	-5.36	-14.08	23.88
Russia 30 Price	↑ 116.19	+ 1/8	+1	+ 4/8
Russia 30 Spread	↓ 127.30	-7.90	-12.40	-21.20
Russia 5Y CDS	↓ 130.95	-2.43	-19.50	-15.56
UST 10y Yield	↑ 3.396	+0.06	-0.06	+0.06
BUND 10y Yield	↑ 3.243	+0.01	+0.11	+0.32
UST 10y/2y Yield	↑ 270.1	+1	-2	-4
Mexico 33 Spread	↓ 230	-7	-10	-2
Brazil 40 Spread	↓ 136	-5	+202	+186
Turkey 34 Spread	↓ 293	-8	-23	+36
ОФЗ 26199	↓ 5.22	-0.05	-0.51	-1.02
Москва 50	↓ 5.18	-0.08	-0.29	-0.70
Мособласть 8	↓ 7.63	-0.01	-0.11	-0.89
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	0.00
МТС 3	↓ 7.12	-0.00	-0.34	-0.34
Руб / \$	↑ 28.402	+0.245	-0.884	-1.949
\$ / EUR	↑ 1.417	+0.009	+0.037	+0.082
Руб / EUR	↓ 39.950	-0.136	0.270	-0.538
NDF 1 год	↑ 4.300	+0.080	-0.260	-0.400
RUR Overnight	↑ 3.00	+0.3	+0.9	
Корсчета	↓ 687.3	-78.50	+135.40	-201.00
Депозиты в ЦБ	↑ 766.6	+102.80	-59.30	+197.00
Сальдо опер. ЦБ	↑ 548.20	+113.80	+98.70	+612.00
RTS Index	↑ 2026.80	+1.22%	+6.51%	+14.35%
Dow Jones Index	↑ 12170.56	+0.70%	+0.85%	+4.28%
Nasdaq	↑ 2736.42	+1.41%	-0.05%	+1.67%
Золото	↓ 1432.93	-0.36%	+2.09%	+1.28%
Нефть Urals	↑ 111.23	+0.20%	+2.44%	+20.64%

TRUST Bond Indices

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↑ 251.37	0.14	2.34	5.80
TRIP Composite	↓ 235.54	-0.15	0.17	1.35
TRIP OFZ	↑ 184.36	0.03	1.94	0.35
TDI Russia	↑ 227.16	0.26	3.55	4.92
TDI Ukraine	↑ 226.90	0.49	4.44	4.60
TDI Kazakhs	↓ 186.30	-0.04	1.90	4.43
TDI Banks	↑ 226.34	0.35	3.37	5.56
TDI Corp	↑ 240.66	0.33	4.03	5.96

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices




ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Отставка премьера Португалии привела к снижению суверенного рейтинга; ЕЦБ вряд ли поднимет ставку в апреле из-за нового витка долгового кризиса

Накануне сразу два агентства понизили рейтинги Португалии после того, как премьер-министр страны подал в отставку. Так, первым удар по Лиссабону нанесло Fitch, понизив суверенный рейтинг на две ступени до «А-». Вслед за этим последовало снижение рейтинга от S&P, также на две ступени – до «BBB».

Несмотря на остроту сложившейся ситуации, вопрос предоставления Португалии экстренной помощи в ходе саммита ЕС не обсуждался. Зато появилась неофициальная информация, что в случае необходимости Лиссабон может рассчитывать на EUR50-70 млрд. Другим итогом первого дня саммита стало решение снизить по настоянию Германии объем оплаченного капитала создаваемого Европейского механизма стабильности (ESM) объемом EUR500 млрд. до EUR16 млрд. в 2013 г. против предполагавшихся изначально EUR40 млрд.

С нашей точки зрения, вновь возникающая в связи с политическим кризисом в Португалии нестабильность на долговом рынке еврозоны может, помимо прочего, отложить ужесточение монетарной политики ЕЦБ – регулятор вряд ли пойдет на повышение ставки на очередном заседании 7 апреля. Сокращение же первоначальных «взносов» в капитал ESM не кажется нам критичным на данном этапе, учитывая, что до 2013 г. будет действовать Европейский механизм финансовой стабильности (EFSF) объемом EUR440 млрд.

Ситуация вокруг японской АЭС и возможная наземная операция в Ливии вывели золото к новому рекорду; слабые данные по экономике США приостановили рост цен на нефть

Погоду на рынках, помимо европейского саммита, продолжают определять радиационный кризис в Японии и нарастающая нестабильность на Ближнем Востоке и в Северной Африке. Как стало известно в пятницу, Токио намерен расширить зону эвакуации вокруг АЭС «Фукусима» из-за проблем с обеспечением оставшегося там населения. В свою очередь накануне также появилась информация, что НАТО частично возьмет на себя командование военной операцией в Ливии. Кроме того, ИА «Интерфакс» сообщило в четверг, ссылаясь на западный военно-дипломатический источник, что наземная фаза операции в Ливии может начаться в ближайшие недели.

Несмотря на то, что мировые фондовые рынки в целом уже достаточно спокойно реагируют на новости по Японии и Ливии, золото накануне установило новый исторический рекорд – USD1,448.6 за унцию и может побить его в пятницу в случае выхода слабых данных по настроению американских потребителей. Стоимость нефти приостановила рост из-за публикации накануне негативной статистики по товарам длительного пользования в США и колеблется около USD115.6 за баррель.

UST – совокупное предложение в рамках аукционов следующей недели составит USD99 млрд. Спрос на суверенный долг США по-прежнему высок

Вчера Минфин США обнародовал данные об объемах размещений в рамках аукционов UST на следующей неделе – в совокупности он составит USD99 млрд. В терминах конкретных сроков со вторника по четверг будет размещено по USD35 млрд. 2- и 5-летних бумаг и USD29 млрд. 7-летних.

Спрос на американский суверенный долг остается высоким – на вчерашнем аукционе TIPS 10Y (предложение – USD11 млрд.) переспрос составил 2.97x. На сей раз в высоком интересе к бумагам, защищенным от инфляции, мы видим не фактор роста инфляционных ожиданий, а отражение спроса на защитные активы вследствие той же ситуации в Ливии.

О возможном высоком интересе к аукционам UST следующей недели вчера [писал](#) Bloomberg – причем со стороны центробанков G7, которые с прошлой пятницы проводили совместные с японским ЦБ интервенции с целью ослабить курс японской иены. Соответственно, как пишет Bloomberg, сформировавшаяся у них долларовая позиция будет «разгружена» в покупку UST.

Объемы UST на депозитарных счетах иностранных инвесторов в ФРС, будучи индикатором нерезидентского спроса на госдолг США, растут – за неделю до 23 марта они вновь увеличились на USD1.64 трлн.

Russia 30 (Price)



US Treasuries 10 Year (YTM)

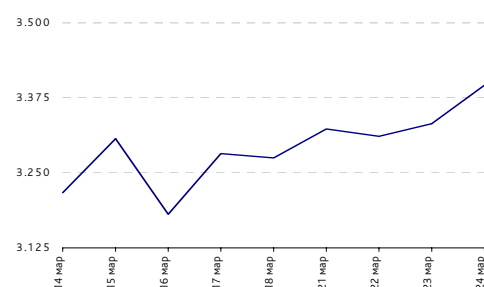
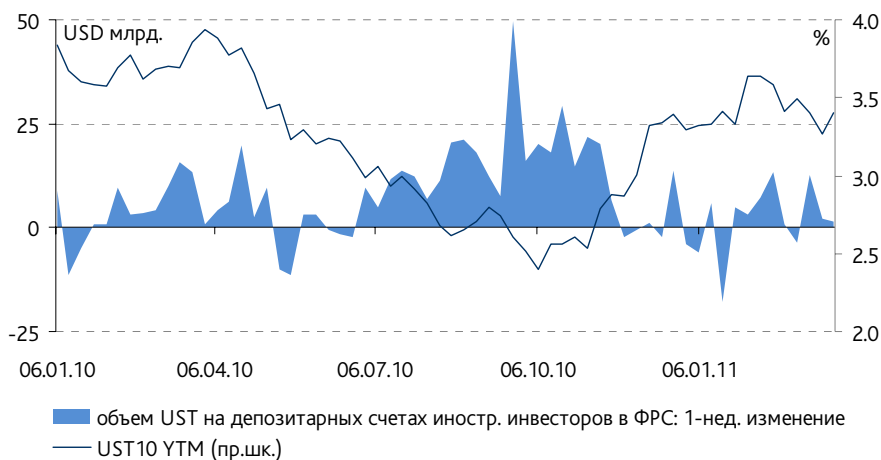




ДИАГРАММА. 1-НЕДЕЛЬНОЕ ИЗМЕНЕНИЕ ОБЪЕМОВ UST НА ДЕПОЗИТАРНЫХ СЧЕТАХ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТОРОВ В ФРС И ДОХОДНОСТЬ UST10, 2010-2011, НЕДЕЛЬНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: <http://www.federalreserve.gov>, Bloomberg

Среднесрочно мы по-прежнему ждем движение доходности **UST10** в диапазоне 3.30-3.70%. В ближайшее время факторы роста спроса на защитные активы по причине военно-политической напряженности в Ливии и последствий стихийного бедствия в Японии, а также снижение инфляционных ожиданий в американской экономике продолжат «держаться» **UST10** вблизи нижней границы обозначенного диапазона доходности.

Корпоративные бумаги пользовались хорошим спросом, активность в евробондах РФ была ниже; интересны бумаги VTB 20 и суверенные выпуски Белоруссии

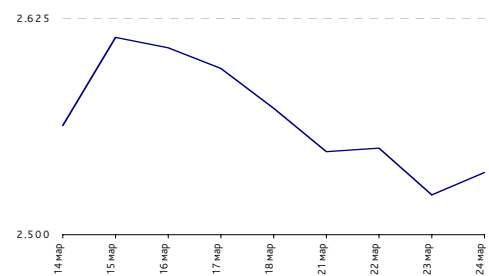
Российский рынок еврооблигаций в четверг подчинился в целом позитивному внешнему фонду и продемонстрировал умеренный рост котировок. Так, в нефтегазовом секторе были отмечены покупки в бумагах Новатэка (+25 бп), однако длинные евробонды Газпрома не пользовались спросом (-15 бп). Во втором эшелоне рост показали долгосрочные бумаги Евраз и ТМК (+15-20 бп), а также рекомендованный нами к покупке **SINEK 15** (+30 бп). В банковском секторе активность сосредоточилась в выпусках ВЭБа (+45-70 бп) и длинных бумагах ВТБ (+25-50 бп). В плюсе завершили день также длинные еврооблигации Альфа-Банка (+25-40 бп). С нашей точки зрения, интересным среди банков выглядит выпуск **VTB 20** – его спред к **VEB 20** за неделю расширился на 10 бп до 65 бп, в то время как среднее значение с начала 2011 г. составляет лишь 45 бп.

В суверенном сегменте активность была заметно ниже. Так, выпуск **Russia 30** за день прибавил в цене лишь 9 бп, достигнув 116.2% от номинала. Спред **Russia 30** – **UST10** при этом сузился на 8 бп – до 127 бп, отчасти за счет роста доходности **UST10** до 3.4%. Суверенный евробонд **Russia 18R** практически не изменился в цене, оставшись на уровне 101.8% от номинала. Суверенные бумаги Белоруссии в четверг отыграли часть ранее понесенных потерь – **Belarus 15** и **Belarus 18** прибавили 70 и 110 бп соответственно. Тем не менее, мы по-прежнему считаем, что данные евробонды перепроданы и рекомендуем их к покупке (более подробно см. вчерашний Навигатор долговых рынков).

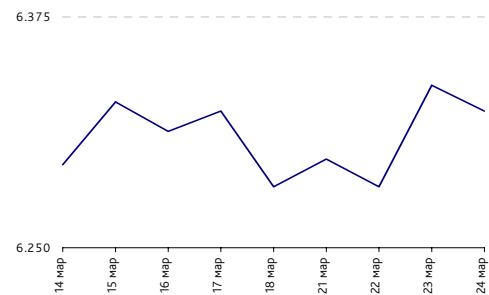
Негативный внешний фон не мешает российскому долговому рынку открыться в плюсе

Завершающая рабочую неделю пятница вряд ли станет переломной для российского долгового рынка, который в течение недели демонстрировал достаточно стойкий «иммунитет» к внешнему негативу. Несмотря на события в Ливии и ситуацию вокруг японской АЭС, фондовая Азия торгуется в плюсе, а фьючерсы на индексы США также демонстрируют положительную динамику. Ситуация на рынке «черного золота» хотя и несколько ухудшилась в последнее время, все же может продолжить оказывать поддержку рынку, в связи с чем мы ждем умеренно позитивного открытия торгов.

Brazil 40 (YTM)



Turkey 34 (YTM)





Агрохолдинг «Мрия» (NR/B-/B-): ориентиры по новому выпуску не представляют интереса

Вчера был объявлен прайсинг по дебютному выпуску Мрии. Ставка купона будет выбрана из диапазона 11.00-11.25%. Объем выпуска объявлен на уровне USD200 млн. Таким образом, премия к выпускам других украинских агрохолдингов – МХП и Авангард – составляет соответственно 250-275 бп и 25-50 бп.

На наш взгляд, такая премия близка к справедливой: из недостатков Мрии по сравнению с Авангардом можем выделить меньшие объемы бизнеса и **большую** долговую нагрузку. В связи с этим мы считаем, что бумаги **Mria 16** стоит приобретать лишь инвесторам, которые готовы ради высокой доходности принять на себя риски не самых высоких стандартов корпоративного управления, высокой долговой нагрузки, значительной инвестиционной программы и слабой способности генерировать денежные средства.

Алексей Тодоров, aleksey.todorov@trust.ru

☎ 647-23-62

Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 647-23-64

Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru

☎ 786-23-48



ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Уровень ликвидности не вызывает беспокойства в преддверии налогов; ставки остаются приемлемыми

Несмотря на возможные предварительные отчисления по НДС и акцизам (обычно проходят заблаговременно), общую сумму которых мы оцениваем в RUB185-190 млрд. (завершение уплаты сегодня), на сегодняшнее утро чистый запас ликвидности практически не претерпел изменений, причем движения по счетам в ЦБ были минимальными. Расчеты по вчерашней покупке ОФЗ (RUB24.76 млрд.) и депозитному аукциону Минфина накануне (RUB21.1 млрд.) нивелировали друг друга. Итогом дня стало скромное снижение [депозитов](#) в ЦБ на RUB5.7 млрд. (до RUB760.9 млрд.), которое было полностью компенсировано за счет прироста средств на [корсчетах](#) в размере RUB12.8 млрд. (до RUB700.1 млрд.).

Стабилизация ситуации с ликвидностью благоприятствовала снижению ставок в наиболее волатильном сегменте денежного рынка – [МБК](#). Если накануне днем ставки на межбанке подрастали, то вчера с открытия на повышенном уровне 3.0-3.25% в течение дня они опустились до 2.85-3.1%, а вечером средства стоили еще дешевле – 2.75-3.0%. Между тем рынок 1-дневного междилерского РЕПО демонстрирует неоднозначную динамику – в отдельных сегментах наблюдается то подъем ставок, то их снижение, однако колебания незначительны, что говорит в пользу сохранения приемлемой ситуации с ликвидностью. Так, средняя стоимость фондирования [под залог ОФЗ](#) вчера подросла лишь на 1 бп, составив 3.58%, а по сделкам под залог облигаций [1-го эшелона](#) и вовсе опустилась на 4 бп до 3.5%, что предполагает расширение спреда между этими ставками до 8 бп. Ставки на рынке [валютных свопов](#) в сегменте рубль-доллар с наиболее высокими торговыми оборотами колеблются в пределах 2.6-2.9%, а в секторе рубль-евро держатся в диапазоне 3.0-3.3% - нехарактерно низким для этого сегмента рынка уровне.

Курс рубля стабилизировался на фоне низкой торговой активности в ожидании решения ЦБ по ставкам

Открывшись в четверг по RUB33.57, что чуть ниже предыдущего закрытия (RUB33.6), уже в течение первого часа торговой сессии стоимость бивалютной корзины подобралась к уровню, превышающему значения предшествующего дня – RUB33.65, после чего выше не поднималась и завершила день на отметке RUB33.61.

Участники рынка весьма сдержанны в смещении своих краткосрочных ожиданий относительно рублевых рисков, что транслируется лишь в небольшие отклонения [трехмесячных ставок NDF](#), однако, в сторону их повышения – до 3.19-3.35% вчера (против 3.14-3.26% накануне).

Возможное повышение ставок на сегодняшнем заседании совета директоров ЦБ может стать положительным импульсом для рынка.

Рублевый рынок: в сегменте ОФЗ пользовались спросом длинные вы-пуски, в корпоративном секторе первый эшелон подешевел

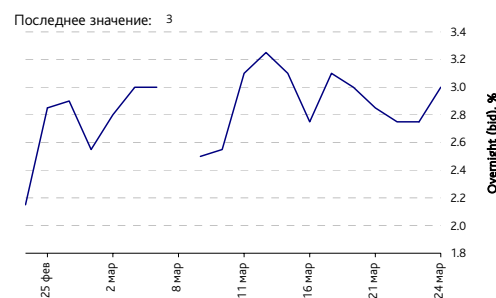
Активность в сегменте ОФЗ в четверг в целом была относительно невысокой. Собственно, тон торгов задавали длинные выпуски – в том числе новый **ОФЗ 26204** (-5 бп по цене). На аукционе **ОБР-18** из предложенных RUB100 млрд. ЦБ разместил лишь RUB15.8 млрд. при доходности 3.50%, в то же время переспрос был на уровне 2.55x.

В первом эшелоне покупались **Газпром нефть-10** (+42 бп) и **Транснефть-3** (+11 бп), сосредоточившие основные обороты в сегменте. Во втором эшелоне тон традиционно задавали выпуски металлургов – в лидерах объема торгов **Сибметинвест-1** (+13 бп) и **Мечел-13** (+18 бп).

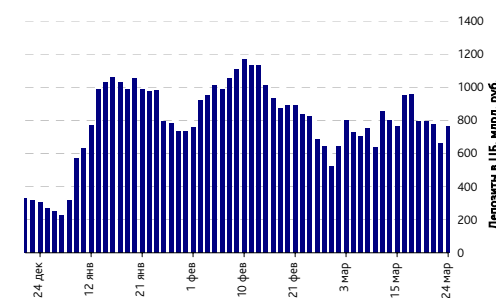
Банк БНП Париба (S&P: BVB) понижает ориентир по купону; условия все еще интересны

Вчера Банк БНП Париба объявил о понижении диапазона ставки купона по новому выпуску 1-й серии облигаций на сумму RUB2 млрд. Ориентир понижен с 8.10-8.45% до 7.80-8.10%. Книга заявок закрывается сегодня, а размещение назначено на 29 марта 2011 г.

Ставка overnight (максимум, bid)



Депозиты в ЦБ РФ





Новые условия предполагают доходность YTM 7.95-8.26% к погашению через три года, что по-прежнему выглядит привлекательно. На наш взгляд, спред к кривой ОФЗ на уровне 130-160 бп выглядит интересно в текущих условиях. Для сопоставления относительно ликвидные бумаги другого иностранного банка «ЮниКредит» предлагают премию не выше 120 бп к суверенной кривой.

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru

☎ 647-23-59

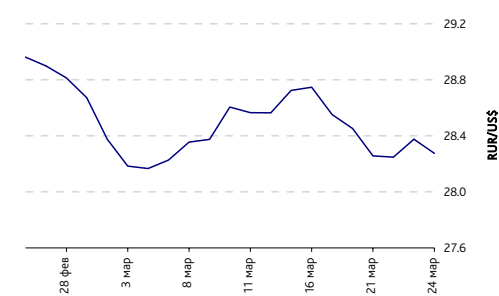
Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru

☎ 789-35-94

Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 647-23-64

Курс рубль/доллар

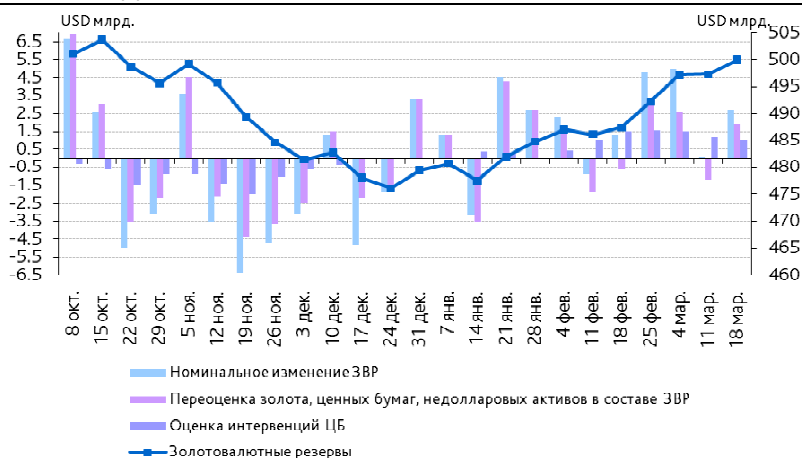




МАКРОЭКОНОМИКА

Золотовалютные резервы вернулись к максимуму USD500 млрд. за счет положительной переоценки и покупок валюты Банком России

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ЗВР, 2010-2011 ГГ.



Источник: ЦБ, расчеты НБ «Траст»

КОММЕНТАРИЙ

Международные резервы на минувшей неделе подросли на USD2.7 млрд., вернувшись к психологически важному уровню USD500 млрд. – последний раз этого локального максимума величина резервов достигала 5 месяцев назад.

Большая часть прироста резервных активов пришлось на положительную валютную переоценку – по нашим расчетам, около USD1.95 млрд., из которых +USD1.8 млрд. – вклад роста курса евро к доллару, -USD0.2 млрд. – от удешевления британского фунта, оставшиеся +USD0.35 млрд. – чистый итог от переоценки резервных активов, номинированных в йене и канадском долларе. Золото внесло отрицательный вклад порядка USD0.15 млрд., который был отчасти компенсирован прибавившимися в стоимости ценными бумагами в составе ЗВР – около +USD0.13 млрд.

По нашим оценкам, на прошлой неделе регулятор мог купить порядка USD1.0 млрд., а это говорит в пользу сохранения прежней интенсивности интервенций. Добавив к этому USD2.7 млрд., которые, согласно нашим расчетам, ЦБ приобрел за первые две недели месяца, по состоянию на 18 марта покупки валюты Банком России могут составлять около USD3.7 млрд. Текущий объем интервенций указывает на продолжение оттока капитала, – в противном случае можно было бы наблюдать заметный рост покупок валюты, либо гораздо более динамичное укрепление рубля, а этого не происходит.

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



ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

НЕФТЬ И ГАЗ

ТНК-ВР (Ваа2/ВВВ-/ВВВ-): Стокгольмский суд запретил сделку ВР с Роснефтью; конфликт вряд ли завершен, однако бумаги могут подрасти в краткосрочной перспективе; волатильность сохранится

Вчера Стокгольмский арбитраж вынес решение по сделкам ВР и Роснефти, касающихся обмена акций и участия британской компании в разработке арктического шельфа. Обе сделки судом запрещены.

ВР по-прежнему планирует осуществить обмен акциями. Позиция Роснефти не изменилась: ТНК-ВР к арктическому проекту привлекать не планируется, а партнеров госкомпания будет искать среди мировых грандов «с капитализацией от USD100 млрд.».

КОММЕНТАРИЙ

На наш взгляд, вынесение международным судом решения не ставит точку в данной истории. Затронуты интересы ВР и Роснефти, а потому велика вероятность, что они будут дальше пытаться разрешить ситуацию. Арктический проект слишком масштабен как для самой Роснефти, так и в рамках всей российской экономики, а потому государство, на наш взгляд, будет лоббировать проект.

Интересы к сотрудничеству с ВР отмечались уже не раз, однако мы считаем, что могут быть привлечены и другие крупные мировые игроки. На наш взгляд, в случае реализации такого сценария конфликт акционеров ТНК-ВР должен постепенно утихнуть.

Кривая ТНК-ВР существенно выросла в январе относительно выпусков Лукойла после изначального объявления о сделке ВР и Роснефти. После этого февраль и март были очень волатильными для евробондов российско-британского СП на фоне разбирательств между акционерами. Нынешняя новость, на наш взгляд, должна в самой краткосрочной перспективе привлечь покупателей в бумаги ТНК-ВР. В то же время мы считаем, что волатильность в них пока сохранится.

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

БАНКИ И ФИНАНСЫ

Банк «Санкт-Петербург» (Ва3/NR/WR) представил крепкие финансовые итоги за 2010 год по МСФО; короткий рублевый бонд выглядит привлекательно

КОММЕНТАРИЙ

Вчера банк «Санкт-Петербург» (БСП) опубликовал итоги деятельности по МСФО за 2010 год и провел телеконференцию с участниками рынка. Банк продемонстрировал достаточно позитивную динамику основных показателей в 4К 2010, как и на протяжении всего года.

В 4 квартале банк сфокусировался на улучшении **качества активов** при сохранении роста кредитного портфеля (2.9% до RUB202.3 млрд.). Так, доля NPLs свыше 1 дня в ссудном портфеле снизилась на 0.7 п.п. до 5.1%. Это позволило БСП свести к нулю **отчисления в резервы** в 4К 2010, сохраняя комфортный уровень покрытия проблемных кредитов резервами (1.9x).

Меньший объем отчислений в резервы в свою очередь способствовал росту **чистой прибыли** (в 1.5 раза к-к-к до RUB1.8 млрд.) и возвращению к докризисным показателям прибыльности (ROAE 15.3% по итогам 2010 года). Менеджмент банка ожидает близкие к нулю отчисления в резервы и в 2011 году, что будет способствовать росту чистой прибыли и впрямь.

К негативным моментам 4К стоит отнести **снижение чистой процентной маржи** до 4.8% (-0.4 п.п. к 3К 2010, по нашим оценкам). Ставки по «рабочим активам» в 4К снижались практически на 50 бп быстрее, нежели стоимость фондирования. А замещение фондирования более дешевыми средствами уже не дает эффекта, который мы наблюдали в начале 2010 года. Впрочем, банку удалось сохранить NIM на уровне 5.0% по итогам всего 2010 года, и руководство ожидает увидеть показатель на уровне 4.5-5.0% в 2011 году.

Отметим также снижение уровня **достаточности капитала 1-го уровня** до 9.6% (10.7% в 2009), к тому же ожидается осуществить выплату дивидендов на сумму



порядка RUB0.9 млрд. в 1П 2011 г. Менеджмент банка не рассчитывает на вливание капитала, полагая, что собственных средств будет достаточно для поддержания органического роста бизнеса, хотя не исключает вероятность допэмиссии акций во 2П 2011.

Из рублевых облигаций банка нам больше всего нравится короткий выпуск **БСП БО-1**, оферта по которому назначена на октябрь 2010 года. На текущий момент премия к **МДМ-5** составляет около 100 бп, в то время как справедливое значение мы видим не выше 50-60 бп. Так, на горизонте в 3 года менее ликвидная бумага **БСП БО-4** предлагает 40-45 бп к **МДМ БО-1**.

К субординированному евробонду **SpBnk 17** с call-опционом в июле 2012 года мы относимся нейтрально. На текущий момент бумага предлагает YTC 6.10%. В то же время аналогичный выпуск Промсвязьбанка с колл-опционом в 2013 году торгуется с доходностью YTC 5.79%.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ БАНКА «САНКТ-ПЕТЕРБУРГ»

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	2010
Чистые процентные доходы	9.5	10.4	12.0
Чистые комиссионные доходы	1.4	1.5	1.7
Операционные доходы до резервов	11.1	15.0	14.1
Операционные расходы	-3.9	-3.8	-4.5
Отчисления в резервы	-3.4	-10.5	-4.5
Чистая прибыль	2.8	0.6	4.1
Денежные средства	36.8	21.4	13.2
Ценные бумаги	5.0	30.0	37.2
Кредитный портфель, гросс	150.7	174.1	202.3
Резервы	-5.8	-15.9	-19.4
Кредитный портфель, нетто	144.9	158.2	182.8
Средства кредитных организаций	32.3	16.0	11.3
Средства клиентов	139.8	176.0	191.8
Долговые ценные бумаги размещенные	14.3	8.3	26.6
Собственный капитал	18.8	25.3	28.6
Активы	215.7	235.6	272.6
Показатели			
Доходность собственного капитала (ROAE)	16.4%	2.9%	15.3%
Доходность активов (ROAA)	1.6%	0.3%	1.6%
Расходы/доходы	34.7%	25.1%	31.6%
Чистая процентная маржа (NIM)	6.2%	5.0%	5.0%
NPLs (свыше 1 дня)/кредиты	0.7%	7.4%	5.1%
Резервы/кредиты	3.9%	9.1%	9.6%
Резервы/NPLs	5.3	1.2	1.9
Достаточность капитала (TCAR)	14.2%	15.2%	13.0%

Источник: данные банка, НБ «ТРАСТ»

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

ТОРГОВЛЯ

Магнит (NR) продемонстрировал хорошие результаты в отчетности по МСФО за 2010 г.; долговая нагрузка выросла, но остается на комфортном уровне; бонды оценены справедливо

Сегодня утром ритейлер опубликовал консолидированную отчетность по МСФО за 2010 г.

КОММЕНТАРИЙ

Операционные показатели Магнита отличились уверенным ростом: выручка в долларовом эквиваленте прибавила 45% относительно 2009 г. (+25.6% во втором полугодии). Наилучшую динамику продолжают демонстрировать гипермаркеты компании, их выручка почти удвоилась. Показатель «ЕБИТДА» показал чуть более скромную динамику, увеличившись на 24.4%. Компания связывает это с ростом топливных затрат во 2П 2010 г, а также с увеличением инвестиций в цены. В результате рентабельность по ЕБИТДА снизилась до 8.1% с 9.5% в 2009 г.

Политика Магнита на активное снижение цен приносит свои плоды: LfL продажи в магазинах сети выросли в 2010 г. на 9.2%, что произошло благодаря росту трафика на 3% в «Магазинах у дома» и почти на 10% в гипермаркетах. Компания в 2010 г. открыла 827 новых магазинов (798 магазинов у дома, 34 гипермаркета и 2 магазина формата «Дрогери»), доведя общее число торговых точек до 4055.



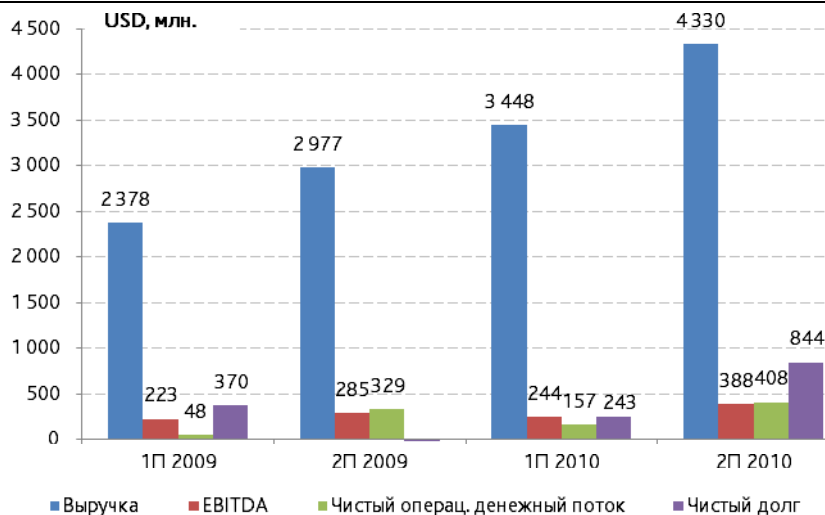
ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ МАГНИТА

МСФО, USD млн.	2009	1П 10	2010	П/П	10/09
Выручка	5,354	3,448	7,777	25.6%	45.3%
Магазины у дома	4,934	3,143	6,991	22.4%	41.7%
Гипермаркеты	412	304	785	58.1%	90.3%
ЕБИТДА	508	244	632	59.2%	24.4%
Чистая прибыль	247	131	333	54.0%	34.9%
Чистый операц. денежный поток	376	157	564	160.0%	50.1%
Капвложения и М&А	422	389	1,179	103.3%	179.2%
Свободный денежный поток	-46	-232	-615		
Совокупный долг	363	294	981	233.5%	170.3%
Краткосрочный долг	238	65	177	172.2%	-25.6%
Денежные средства и эквиваленты	371	52	136	164.6%	-63.2%
Активы	2,529	2,513	3,689	46.8%	45.9%
Показатели					
ЕБИТДА margin	9.5%	7.1%	8.1%		
ЕБИТДА/проценты	10,	25,	18,		
Долг/ЕБИТДА*	0.7,	0.6,	1.6,		
Чистый долг/ЕБИТДА*	<0,	0.5,	1.3,		
Долг/Собственный капитал	0.3,	0.2,	0.6,		

Источники: данные компании, расчеты НБ ТРАСТ

Магнит ранее отличался крайне консервативной политикой относительно долгового финансирования своего развития, из-за чего размер его совокупного долга не превышал годовой ЕБИТДА. В 2010 г. компания несколько изменила своей стратегии и привлекла новых долгов для финансирования агрессивного развития сети почти на USD700 млн., поэтому совокупный долг компании увеличился за год почти в 3 раза и составил USD981 млн. Долговая нагрузка компании также выросла: показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» достиг значения 1.3х. На наш взгляд, этот уровень является безопасным для ритейлеров, продемонстрировавших высокую устойчивость бизнеса в кризисный период.

ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ МАГНИТА



Источники: данные компании, расчеты НБ ТРАСТ

Если остальные эмитенты ритейл-сегмента российского рынка облигаций в 2010 г. активно участвовали в М&А сделках, то Магнит воздержался от крупных приобретений и сконцентрировался пусть и на агрессивном, но органическом росте. Основным негативным фактором для облигаций Магнита по-прежнему остается отсутствие рейтингов у эмитента. Сейчас рублевые долговые инструменты компании предлагают премию к кривой ОФЗ на уровне 170-180 бп, что выглядит справедливо с учетом амбициозных планов по инвестиционной программе на ближайший год.

В секторе ритейла нам нравятся бумаги Интуриста, предлагающие двузначную доходность в сочетании с невысокими кредитными рисками и большой репутационной составляющей бизнеса (СП с Thomas Cook).

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



МЕДИА

ПрофМедиа (Fitch:В+) покупает сеть кинотеатров; позитивно для рыночных позиций компании; облигации смотрятся интересно

Сегодня РБК пишет о том, что сеть кинотеатров «Синема Парк», которая входит в холдинг ПрофМедиа, планирует купить сеть кинотеатров «Kinostar DeLux». Цена сделки озвучивается на уровне USD70-80 млн.

КОММЕНТАРИЙ

Мы позитивно расцениваем новость для ПрофМедиа в первую очередь с позиции роста рыночной доли. На текущий момент основным конкурентом «Синема Парк» является сеть «Каро Фильм», которая насчитывает на 13 кинотеатров и 8 залов больше (по данным «Нева-фильм Research» на начало марта). При этом «Kinostar DeLux» включает в себя 6 кинотеатров и 75 залов в Москве и Санкт-Петербурге.

В то же время мы полагаем, что ПрофМедиа удастся профинансировать сделку без негативных последствий для своего кредитного профиля. Долговая нагрузка компании находится на комфортных уровнях: в терминах «Чистый Долг/ЕБИТДА» не превышает 1.8x по итогам за 1П 2010 года по МСФО. Мы также не исключаем возможности предоставления средств со стороны основных акционеров холдинга - группы «Интеррос».

На текущий момент облигации предлагают доходность на уровне YTP 10.42% к оферте в июле 2013. Мы считаем покупку облигаций привлекательной: премия к бумагам компаний с аналогичными рейтингами превышает 200-250 бп.

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

ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА

ФАС предлагает пересмотреть цены рынка мощности в Сибири; негативно для тепловых генераторов региона, позитивно для РусГидро

По данным Ведомостей, ФАС предлагает отменить принцип ограничения по цене (price cap) для второй энергетической зоны (Сибирь) с целью снижения средневзвешенной цены на мощность для потребителей.

КОММЕНТАРИЙ

По результатам первого конкурентного отбора мощностей (КОМ), около 70% тепловых станций в Сибири были переведены в разряд вынужденных генераторов, а их мощность оплачивается из расчета RUB200 тыс./МВт, что существенно выше не только price cap (RUB136 тыс./МВт), но и цены, установившейся на аукционе КОМ (RUB174 тыс./МВт). Чиновники предлагают отменить price cap и одновременно с этим пересмотреть число вынужденных генераторов, что в конечном счете приведет к снижению средней цены на мощность для потребителей во второй экономической зоне.

Подобный шаг в первую очередь окажет негативный эффект для тепловых генераторов, станции которых работают сейчас в режиме вынужденной генерации (а это все ТГК Сибири): их выручка неизбежно снизится. Позитивное влияние пересмотр цен окажет на эффективных генераторов, в частности на РусГидро, так как их выручка от продажи мощности должна при новых условиях вырасти.

Мы неоднократно отмечали, что наибольший риск для кредиторов компаний энергетической отрасли сейчас заключается в высокой неопределенности относительно механизмов «ручного» регулирования цен. Последние предложения ФАС уже в первый год функционирования рынка являются тому лишним подтверждением.

Рублевые еврооблигации РусГидро, предлагающие премию в 30-40 бп к локальной кривой ФСК, нам по-прежнему кажутся привлекательными.

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



Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон, %	Лет до погашения/оферта	УТМ / УТР, %
ММК-46о	5000	7.65	3	NA / 7.80
Магнит-56о	5000	8	3	8.16
Уралсиб ЛК-16о	2000	9.5	3	9.84
ТрансФин-М-66о	500	8	3	8.16
НационалСтандарт КБ-1	1500	10	3 / 1	NA / 10.24
ОАК-1	46280	8	9	8.16
Полипласт-2	800	12.25	3 / 1	NA / 12.63
ТКБ-2	1800	8.15	5 / 2	NA / 8.32
СистемаАФК-4	19500	7.65	5	7.8
Группа ЛСР-36о	2000	9.5	3	9.73

Налоговые выплаты

Дата	Налог
25 марта	НДПИ и акцизы
28 марта	Налог на прибыль

Ближайшие выпуски

Ориентир. Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/оферта
25 мар 11	МДМ Банк-26о	5000	TBD	3
29 мар 11	БНП ПАРИБА-1	2000	TBD	3
29 мар 11	Почта России-1	7000	TBD	5
29 мар 11	ОТП Банк-2	2500	TBD	3
30 мар 11	ЮТЭйр-Финанс-46о	1500	TBD	3
30 мар 11	ЮТЭйр-Финанс-56о	1500	TBD	3

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/ Погашение
29 мар 11	ТатФондБанк-5	2,000	11	8.5	21 мар 12
30 мар 11	АРТУГ-2	500	16	14	22 мар 12
31 мар 11	Ай Теко-1	630	12.5	12.5	30 июн 11
31 мар 11	Элис-2	500	18.5	12	20 сен 12
4 апр 11	МБРР-2	3,000	8.5	7	28 мар 13
6 апр 11	КВАРТ	250	12	12	5 окт 11
8 апр 11	Фармпрепарат	23	12		
11 апр 11	Зенит Банк-16о	5,000	7.9		
15 апр 11	Новопластуновское	23	12		14 окт 11
18 апр 11	Арктел-2	1,000	12		
19 апр 11	Тензор-16о	300	12		
22 апр 11	Минплита Финанс	500	20		22 апр 11
22 апр 11	Объед. Кондитеры-2	3,000	15		
25 апр 11	Газпром нефть-4	10,000	16.7		
25 апр 11	Мой Банк-5	5,000	12.96		
25 апр 11	МосСельПром-2	1,500	14		

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

ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

Торговые операции

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58

Кирилл Коваленко +7 (495) 647-25-97

Клиентские продажи

Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39

Олеся Курбатова +7 (495) 647-25-90

Артем Петросьян +7 (495) 647-25-67

Яна Шнайдер +7 (495) 647-25-74

sales@trust.ru

Департамент количественного анализа и информационного развития

Светлана Федоровых +7 (495) 786-23-46

REUTERS: TRUST

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

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации
TIBM12. Суверенный долг и 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.