

**ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ**

- **QEЗ** – все больше глав Федеральных резервных банков озвучивают мнение об отсутствии необходимости продолжения выкупа активов
- Саммит ЕС не принес ожидаемых результатов; **ЕЦБ** считает вероятное обращение Португалии за помощью оправданным; значительное ужесточение монетарной политики в еврозоне может быть отложено
- Корпоративные и суверенные евробонды пользовались неплохим спросом; суверенные выпуски **Белоруссии** восстанавливают позиции и все еще интересны к покупке
- Нестабильность на Ближнем Востоке и ситуация на «Фукусиме» довлеют над биржами; ждем **нейтрального** открытия торгов на российском долговом рынке ([стр. 2-3](#))
- В ближайшее время **РусГидро** планирует разместить рублевый евробонд на RUB15 млрд. Ожидаем, что компания сможет привлечь долг с доходностями на уровне 8.00-8.10%, если бумага будет 5-летней, и на уровне 8.50-8.70%, если выпуск будет 7-летним

**ВНУТРЕННИЙ РЫНОК**

- **Ставки** денежного рынка не отреагировали повышением на «потери» **ликвидности** из-за налогов
- **Рублевый рынок:** решение ЦБ сохранить ставки стало мощным стимулом к покупкам
- **Банк БНП Париба** установил ставку купона по нижней границе диапазона; параметры справедливы
- **ОТП Банк** закрыл книгу заявок на покупку 2-й серии облигаций; не видим потенциала для роста котировок выпуска
- **Почта России** закрыла книгу на минимально справедливом уровне доходности; существенного потенциала роста у дебютных бондов нет ([стр. 4-5](#))

**МАКРОЭКОНОМИКА**

- **ЦБ** оставил **ставки** неизменными, повысил **резервные требования** на 50-100 бп; позитивно для **долгового рынка**; сохраняем ожидания подъема ставок на **50-75 бп** дополнительно до конца 1П 2011 г. ([стр. 6](#))

**ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ**

- **Мечел:** внешняя конъюнктура 2011 года должна облегчить нагрузку на кредитный профиль в связи с агрессивной долговой политикой, однако риск в отрасли по-прежнему наибольший; бонды непривлекательны
- **Магнит** озвучил планы по инвестициям на текущий год; органический рост будет еще более агрессивным; ждем нового предложения рублевых бондов в 2011 г. ([стр. 7-8](#))
- **Транснефть** ожидает в 2011 году выручку RUB435 млрд. (на уровне 2010 г, по нашим оценкам); инвестрасходы – RUB160 млрд. (столько же потрачено за 9М 2010); озвученные цифры означают, что кредитное качество сохранится на высоком уровне

**СЕГОДНЯ**

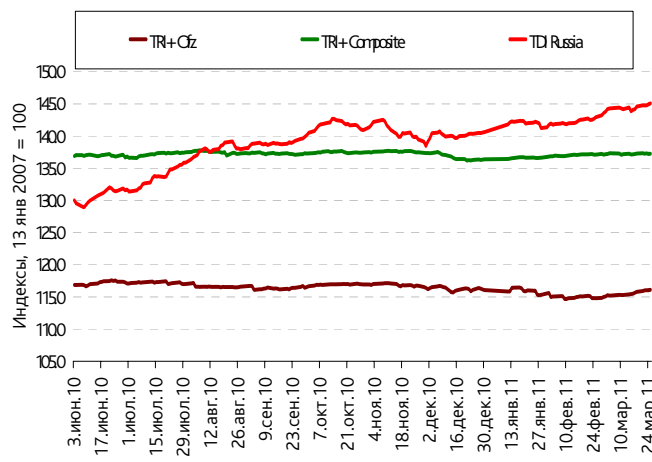
- Статистика **США:** доходы/расходы потребителей, незавершенные продажи жилья

**КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ**

	Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↓ 168.00	-7.00	-22.00	-31.00
EMBI+ spread	↓ 260.17	-4.84	-16.30	19.04
Russia 30 Price	↑ 116.26	+ 1/8	+1	+ 5/8
Russia 30 Spread	↓ 119.70	-7.60	-25.00	-28.80
Russia 5Y CDS	↓ 128.55	-2.40	-16.32	-17.96
UST 10y Yield	↑ 3.461	+0.06	+0.07	+0.13
BUND 10y Yield	↑ 3.278	+0.04	+0.13	+0.36
UST 10y/2y Yield	↓ 270.1	-0	+2	-4
Mexico 33 Spread	↓ 225	-5	-13	-7
Brazil 40 Spread	↓ 135	-1	+199	+186
Turkey 34 Spread	↓ 287	-6	-35	+30
ОФЗ 26199	↓ 5.22	-0.00	-0.51	-1.02
Москва 50	↓ 5.17	-0.01	-0.54	-0.71
Мособласть 8	↑ 7.66	+0.03	-0.09	-0.86
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	0.00
MTC 3	↑ 7.20	+0.08	-0.26	-0.26
Руб / \$	↑ 28.402	+0.131	-0.760	-1.949
\$ / EUR	↓ 1.408	-0.009	+0.033	+0.073
Руб / EUR	↓ 39.950	-0.115	-0.080	-0.538
NDF 1 год	↑ 4.360	+0.060	-0.250	-0.340
RUR Overnight	↓ 2.25	-0.8	-0.6	
Корчета	↑ 700.1	+12.80	+65.50	-188.20
Депозиты в ЦБ	↓ 760.9	-5.70	+76.70	+191.30
Сальдо опер. ЦБ	↓ 520.00	-28.20	+304.80	+583.80
RTS Index	↑ 2036.75	+0.49%	+5.33%	+14.91%
Dow Jones Index	↑ 12220.59	+0.41%	+0.74%	+4.71%
Nasdaq	↑ 2743.06	+0.24%	-1.37%	+1.91%
Золото	↓ 1428.08	-0.34%	+1.04%	+0.94%
Нефть Urals	↑ 111.36	+0.12%	+1.51%	+20.78%

**TRUST Bond Indices**

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↑ 251.59	0.21	2.55	6.02
TRIP Composite	↑ 235.60	0.06	0.23	1.41
TRIP OFZ	↑ 184.47	0.11	2.09	0.46
TDI Russia	↑ 227.40	0.23	3.38	5.15
TDI Ukraine	↑ 227.08	0.18	4.25	4.78
TDI Kazakhs	↑ 186.43	0.12	1.56	4.55
TDI Banks	↑ 226.47	0.13	3.16	5.69
TDI Corp	↑ 241.01	0.35	3.78	6.31

**TRUST Dollar and Ruble Bond Indices**




## ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

### QE3 – все больше глав Федеральных резервных банков озвучивают мнение об отсутствии необходимости продолжения выкупа активов

В пятницу сразу несколько глав Федеральных резервных банков (образующих ФРС) говорили о «жизни после QE2». Первым «маркет-мейкером» на рынке UST стал глава ФРБ Филадельфии, впервые в подробной форме обозначивший мнение о необходимости сворачивания стимулирующей политики для предотвращения ускорения инфляции – на этом фоне к закрытию торгов в США доходность UST10 ушла к 3.44%.

О достаточности стимулирования экономики за счет выкупа USD600 млрд. UST в рамках QE2 также говорил глава ФРБ Чикаго. Наконец, слова главы ФРБ Миннеаполиса сводились к следующему – для продолжения выкупа UST должны сложиться условия в виде существенного ухудшения ситуации в экономике.

Впрочем, несмотря на рост числа противников идеи дальнейших стимулов в виде выкупа активов, мы не видим оснований сомневаться в реализации QE2 в полном объеме и в задуманные сроки (выкуп UST в объеме USD600 млрд. до конца июня).

Наряду с обнародованием в пятницу окончательной оценки ВВП США за последний квартал 2010 года (3.1% в годовом исчислении при первоначальной оценке в 3.0% и пересмотренной в 2.9%) рост сомнений внутри ФРС относительно дальнейшего стимулирования в виде выкупа активов стал доминирующим фактором для цен UST. Давить на цены способен и навес первичного предложения (USD99 млрд.) в рамках аукционов UST2, UST5 и UST7, которые пройдут во вторник – четверг. В то же время мы склоняемся к тому, что на фоне сохранения спроса на защитные активы вследствие напряженности в Ливии и Японии подешевевшие UST способны обеспечить дополнительный спрос на первичном рынке.

В свете роста в ФРС числа сторонников отказа от выкупа активов по завершении QE2 мы опасаемся, что участниками рынка UST это будет воспринято как очередной фактор для опасений относительно exit strategy – в том числе на фоне обнародованного на прошлой неделе решения Минфина США о продаже портфеля ипотечных ценных бумаг в объеме USD142 млрд. (подробнее см. «Навигатор долгового рынка» от 22 марта).

Мы же полагаем, что стимулирование экономики по завершении QE2 сохранится. При неработающих традиционных инструментах в виде ставки Fed Funds действующим механизмом остается покупка активов – и ФРС не способна уйти от его использования. Тем не менее мы не думаем, что сразу же увидим новый этап выкупа UST с рынка. С ростом баланса регулятора центральной историей в рамках QE3 пока видится расширение политики реинвестирования агентских бумаг на балансе ФРС в UST. При этом мы считаем, что уже в 2011 году ФРС начнет возрождать традиционные инструменты монетарной политики.

### Саммит ЕС не принес ожидаемых результатов; ЕЦБ считает вероятное обращение Португалии за помощью оправданным; значительное ужесточение монетарной политики в еврозоне может быть отложено

Как мы и опасались, долгожданный саммит ЕС, завершившийся в пятницу, не стал «прорывным» в вопросе урегулирования долгового кризиса в регионе. Европейские лидеры так и не смогли согласовать способы доведения эффективной мощности Европейского механизма финансовой стабильности (EFSF) до EUR440 млрд., отложив данное решение до июня, а позиции создаваемого Европейского механизма стабильности (ESM) были заметно ослаблены.

Тем временем перспектива обращения Португалии за финансовой помощью к ЕС/МВФ становится все более реальной – накануне один из членов Совета управляющих ЕЦБ заявил, что такой шаг был бы экономически оправданным. Однако ситуация осложняется внутривнутриполитическими вопросами – парламентские выборы в стране, скорее всего, пройдут в июне, когда Лиссабону надо будет рефинансировать EUR4.9 млрд. госдолга.

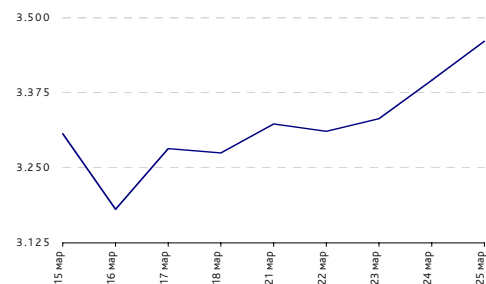
Кроме того, на выходных стало известно, что ЕЦБ вскоре может продемонстрировать новый механизм предоставления ликвидности банкам еврозоны, нацеленный, прежде всего, на поддержку ирландских кредитных институтов. Напомним, Дублин опубликует результаты банковских стресс-тестов 31 марта.

В нашем понимании, ситуация на долговых рынках Европы вряд ли

Russia 30 (Price)



US Treasuries 10 Year (YTM)





стабилизируется до конца первого полугодия и осложнит стремление ЕЦБ к нормализации монетарной политики. В случае же «падения» Португалии, ее значительное ужесточение будет отложено на еще более далекую перспективу.

### Корпоративные и суверенные евробонды пользовались неплохим спросом; суверенные выпуски Белоруссии восстанавливают позиции и все еще интересны к покупке

На российском рынке еврооблигаций в пятницу преобладали покупки. В нефтегазовом секторе особой активности замечено не было – в незначительном плюсе завершили день бумаги Газпрома, в то время как евробонды Новатэка немного сдали. Во втором эшелоне увеличение стоимости выпусков было более заметным – длинные евробонды Евраза прибавили 30 бп, **RusHydro 15** и **TMK 18** подорожали на 25 и 40 бп соответственно. Из телекоммуникационных компаний выделился выпуск **VimpelCom 21**, подорожавший на 40 бп. Из банков хорошим спросом пользовались евробонды Газпромбанка и Банка Москвы, а рублевый **RussAgrBank 16R** подрос на 25 бп.

В суверенных бумагах также был отмечен рост котировок. Выпуск **Russia 30** за день прибавил в цене 7 бп, достигнув 116.26% от номинала. Спред **Russia 30 – UST 10** при этом сузился на 7 бп – до 120 бп. Суверенный евробонд **Russia 18R** подрос на большую величину – 30 бп до 102.13% от номинала. Мы бы также хотели отметить стремительное восстановление в суверенных бумагах Белоруссии – **Belarus 15** и **Belarus 18** прибавили около 200 бп, однако мы все еще видим потенциал к дальнейшему повышению их стоимости.

### Нестабильность на Ближнем Востоке и ситуация на «Фукусиме» довлеют над биржами; ждем нейтрального открытия торгов на российском долговом рынке

Помимо европейских долговых проблем, вновь отчетливо заявивших о себе в конце прошлой недели, стоит отметить нарастающую напряженность на Ближнем Востоке и в Северной Африке, а также все еще сложную ситуацию на японской АЭС. Коалиционные силы продолжают бомбардировки Ливии, теперь уже под командованием НАТО. В Сирии жертвами воскресных столкновений властей с оппозицией стали 12 человек, а ожидавшаяся в субботу передача власти в Сирии так и не состоялась, что грозит вызвать новую волну народного недовольства. Превышение нормы радиации на «Фукусиме» в 10 тыс. раз и предположительно произошедшее частичное расплавление стержней реактора также вряд ли можно считать весомыми поводами для оптимизма.

На этом фоне азиатские индексы торгуются преимущественно в красной зоне. Фьючерсы на фондовые индексы США также находятся ниже уровней закрытия пятницы. Между тем цены на нефть в понедельник снижаются из-за опасения спроса со стороны Европы – за баррель Brent дают около USD115.5. Единая европейская валюта дешевеет к доллару после поражения партии Меркель на ключевых региональных выборах. Мы ждем нейтрального начала торгов на российском долговом рынке.

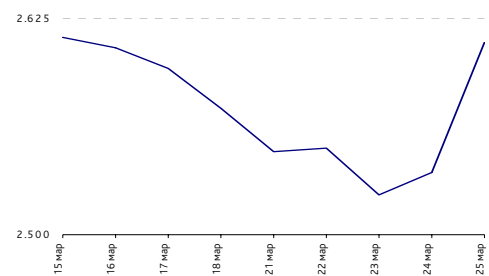
Алексей Тодоров, [aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)

☎ 647-23-62

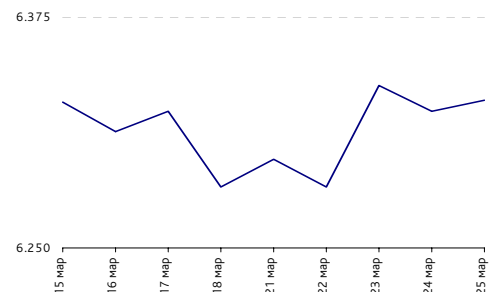
Роман Дзугаев, [roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)

☎ 647-23-64

Brazil 40 (YTM)



Turkey 34 (YTM)





## ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

### Ставки денежного рынка не отреагировали повышением на «потери» ликвидности из-за налогов

Пятница была отмечена значительным оттоком средств из платежной системы – RUB230.4 млрд., из-за которого чистый запас ликвидности снизился до RUB1.45 трлн., а суммарный объем остатков на корсчетах и депозитах – до RUB1.23 трлн. В большей степени потери понесли [корсчета](#), сокращение которых исчислялось RUB163.1 млрд. (до RUB537.0 млрд.), снижение [депозитов](#) тоже было весьма существенным – на RUB67.3 млрд. (до RUB693.6 млрд.).

Столь сильный отток ликвидности объясняется стечением нескольких обстоятельств – завершения 25 марта крупных платежей по НДС и акцизам (RUB185-190 млрд.) и началом предварительных выплат по не менее крупному налогу на прибыль (RUB300-310 млрд., завершение сегодня), существенную часть которых компании обычно предпочитают переводить заблаговременно. Отсутствие сопоставимых по размеру встречных потоков может объясняться сохранением профицитного бюджета, который, по сути, оказывает стерилизационный эффект на ликвидность.

Несмотря на повышенный спрос на ликвидность в связи со столь крупными выплатами, ставки денежного рынка не спешили расти. Положительным сигналом для стоимости привлечения стало и решение ЦБ о сохранении ключевых ставок. Так, в сегменте [межбанковских кредитов](#) на 1 день, составляя с утра 3.0-3.25%, уже днем ставки опустились до 2.9-3.15%, а вечером и вовсе упали ниже стоимости депозитов овернайт с ЦБ (3.0%) – до 2.75-3.0%. Стабилизировались ставки и в сегменте междилерского РЕПО. Средняя стоимость фондирования на 1 день по сделкам [под залог ОФЗ](#) осталась на уровне 3.58%, а под обеспечение облигациями [1-го эшелона](#) подросла до 3.53% (+3 бп). Стоимость средств в сегменте рубль-доллар на рынке [валютных свопов](#) уже неделю держится в приемлемом для этого сектора рынка диапазоне 2.6-2.9%.

Сегодня мы ожидаем продолжения оттока ликвидности на фоне завершения значительных отчислений в казну по налогу на прибыль, что может вызвать дефицит ликвидности индивидуального характера в отдельных сегментах рынка и сопровождаться кратковременным подъемом ставок денежного рынка, но не более чем на 0.2-0.5 п.п., по нашим оценкам.

### Рублевый рынок: решение ЦБ сохранить ставки стало мощным стимулом к покупкам

В сегменте ОФЗ в пятницу покупались короткие и средние по длине выпуски – сильные покупки при ликвидном рынке наблюдались соответственно в **ОФЗ 25078** (+10 бп) и **ОФЗ 25077** (+19 бп). Также на дюрации до 5 лет покупался выпуск **ОФЗ 26203** (+17 бп). Сильные покупки в существенной степени определялись решением ЦБ сохранить существующие уровни ставок. Собственно, оборот в названных выпусках обеспечил около половины объема пятничных торгов в сегменте ОФЗ. В дальнем сегменте суверенной кривой сильных ценовых движений отмечено не было.

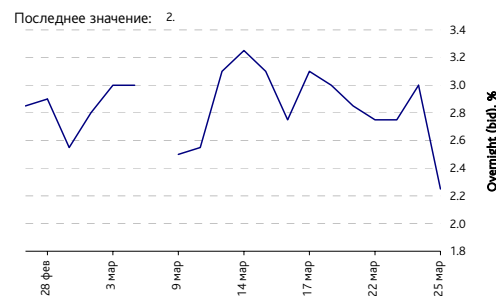
Агрегированно по первому эшелону преобладали покупки – основные обороты сегмента обеспечивали **Газпром нефть-9** (+28 бп) и **Газпром нефть-10** (-31 бп). Второй эшелон также покупался, по обороту здесь лидировал выпуск **АФК Система-4**, для которого пятница стала первым днем вторичных торгов – он закрылся на уровне 100.4% от номинала. Также сильная торговая активность присутствовала в выпуске **МТС-8** (без изменений к предыдущему дню в терминах средневзвешенной цены).

### Банк БНП Париба (S&P: BBV) установил ставку купона по нижней границе диапазона; параметры справедливы

На прошлой неделе Банк БНП Париба закрыл книгу на покупку нового выпуска облигаций 1-й серии объемом RUB2 млрд. Купон был установлен на уровне 7.70%, т.е. по нижней границе ориентира. Размещение назначено на 29 марта 2011.

Параметры выпуска предполагают доходность YTM 7.85% к погашению через три года. Установленную доходность мы считаем справедливой, поскольку предполагается премия к кривой ОФЗ на уровне 120 бп. Мы не видим потенциала для дальнейшего роста котировок с позиции дальнейшего сужения спредов, хотя не исключаем позитивной динамики цен в первые дни выхода бумаг на вторичные торги при благоприятной рыночной конъюнктуре.

### Ставка overnight (максимум, bid)





## ОТП Банк (Ba1/NR/BB) закрыл книгу заявок на покупку 2-й серии облигаций; не видим потенциала для роста котировок выпуска

В прошлую пятницу ОТП Банк завершил маркетинг рублевого выпуска облигаций 2-й серии, в ходе которого ориентировочный диапазон по купону был понижен с 8.50-9.00% до 8.25-8.50%. Доходность по 3-летним бумагам была установлена по нижней границе диапазона, что соответствует YTM 8.42%. Техническое размещение выпуска назначено на завтра.

Мы не считаем установленный купон интересным, а потому не ожидаем от выпуска опережающего рынок роста котировок. На наш взгляд, несмотря на высокий потенциал поддержки со стороны акционеров, бумаги не должны торговаться ниже выпусков Промсвязьбанка (YTM 8.37%) ввиду ориентации бизнеса ОТП Банка на розничный сектор.

## Почта России (NR) закрыла книгу на минимально справедливом уровне доходности; существенного потенциала роста у дебютных бондов нет

Первоначально маркируемый диапазон по купону дебютного выпуска облигаций Почты России составлял 8.75-9.25%, в пятницу компания дважды его понижала. В результате, выпуск был размещен со ставкой 8.25% (доходность к оферте через 3 года – 8.42%), что даже на 5 бп меньше, нижней границы окончательного диапазона.

На наш взгляд, компания разместилась очень успешно, предложив инвесторам премию к кривой ОФЗ менее 200 бп. Учитывая отсутствие рейтингов и отчетности по МСФО, а также низкую рентабельность по EBITDA бизнеса (около 1.5% по предварительным итогам за 2010 г.), мы не оцениваем установившийся в ходе размещения уровень как минимально справедливый и не видим потенциала курсового роста в этих бумагах при их выходе на вторичный рынок.

Мария Помельникова, [maria.pomelnikova@trust.ru](mailto:maria.pomelnikova@trust.ru)

☎ 789-35-94

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

☎ 647-23-64

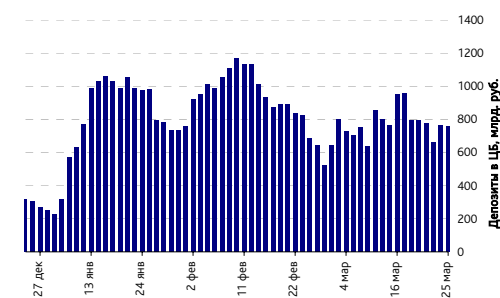
Юлия Сафарбакова, [yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)

☎ 647-23-59

Дмитрий Турмышев, [dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)

☎ 647-25-89

## Депозиты в ЦБ РФ





## МАКРОЭКОНОМИКА

**ЦБ оставил ставки неизменными, повысил резервные требования на 50-100 бп; позитивно для долгового рынка; сохраняем ожидания подъема ставок на 50-75 бп дополнительно до конца 1П 2011 г.**

*В пятницу на заседании совета директоров ЦБ было принято решение о сохранении ключевых ставок по инструментам рефинансирования ЦБ на прежнем уровне. Нормативы обязательных резервов будут повышены с 1 апреля до 5.5% с 4.5% по обязательствам перед нерезидентами, и до 4.0% с 3.5% - по обязательствам перед физическими лицами и иным обязательствам.*

### КОММЕНТАРИЙ

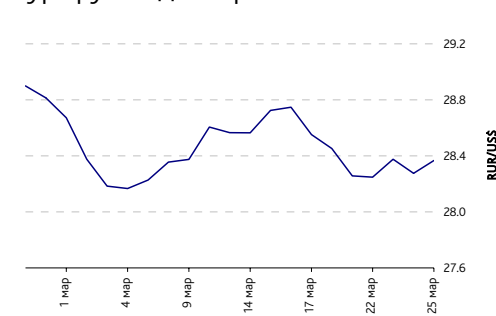
Решение ЦБ о повышении резервных требований на 50-100 бп – в рамках наших ожиданий. С точки зрения стерилизации избыточной ликвидности, такой шаг окажет незначительное воздействие на рынок. По нашим оценкам банкам придется дополнительно зарезервировать лишь около RUB70 млрд., что при чистом запасе ликвидности близком к RUB1.5 трлн. пройдет для рынка практически незаметно и едва ли затронет уровень ставок денежного рынка. К тому же, в силу особенностей депонирования резервов, эффект от этого решения растянут во времени.

Более эффективной мерой для подавления инфляции путем ограничения роста денежного предложения было бы повышение депозитных ставок на 25 бп, – именно такое решение было заложено в нашем прогнозе. Между тем инфляция пошла на снижение – во многом благодаря укреплению рубля – и составляет сейчас 9.4% г/г против 9.5% г/г месяцем ранее. Замедление инфляции, дополненное сокращением темпов роста денежной массы, убедило ЦБ в отсутствии необходимости незамедлительного подъема ставок, а растущие опасения относительно внешнеэкономической ситуации, помноженные на усиление рисков неустойчивости роста российской экономики (ухудшение динамики инвестиций, доходов населения) поставили под сомнение возможность их повышения. Еще одним препятствием для увеличения ставок может быть неопределенность относительно капитальных потоков.

В то же время мы по-прежнему прогнозируем повышение всех ставок до конца 1П 2011 г. на 50-75 бп. Если с подъемом кредитных ставок ЦБ может повременить, то увеличение депозитных ставок становится все более актуальным не столько с точки зрения подавления инфляции, сколько с позиции повышения привлекательности российских активов, ведь, по последним оценкам, капитал продолжает утекать из страны. А необходимым для этого условием являются приемлемые темпы роста экономики. В дополнение мы видим возможным дальнейшее повышение резервных требований на 50-100 бп в месяц.

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

Курс рубль/доллар





## ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

### МЕТАЛЛУРГИЯ

**Мечел (Moody's: B1): внешняя конъюнктура 2011 года должна облегчить нагрузку на кредитный профиль в связи с агрессивной долговой политикой, однако риск в отрасли по-прежнему наибольший; бонды непривлекательны**

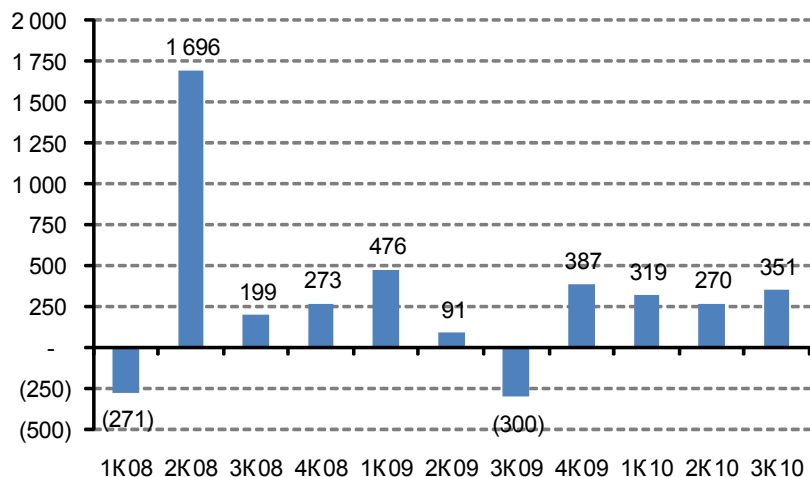
На прошлой неделе старший вице-президент Мечела по финансам Станислав Площенко сделал ряд заявлений по поводу долговой политики компании. Основные из них таковы:

- В 2011 году Мечел предполагает привлечь USD1 млрд. долга для финансирования инвестпрограммы, которая составит USD2 млрд.
- Чистый долг в 2011 году вырастет на USD1 млрд., по итогам 1П 2011 «Чистый долг/ЕБИТДА» может составить около 3.0х, в перспективе его предполагается снизить до 2.5х

### КОММЕНТАРИЙ

Исходя из таких заявлений менеджмента, долговая политика Мечела останется сравнимой по своей агрессивности с предыдущими годами (см. диаграмму). Если ориентироваться на показатели, таргетируемые компанией, то в 2011 году Мечелу нужно сгенерировать ЕБИТДА, аналогичную 2008 году, когда цены находились на максимуме.

### ДИАГРАММА. ИЗМЕНЕНИЕ СОВОКУПНОГО ДОЛГА МЕЧЕЛА ПОКВАРТАЛЬНО



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Конечно, 2011 год обещает принести значительно лучшие финансовые результаты, чем 2009 и даже прошлый год за счет более высоких цен на уголь и сталь. И уже в текущем году даст свой вклад Эльгинское месторождение – один из крупнейших проектов Мечела. Поддержку, с точки зрения укрепления кредитного профиля, может оказать и планируемое IPO добывающей дочки – Мечел-Майнинг.

Таким образом, внешний фон складывается позитивный для угольной компании, которой удалось пройти через кризисные времена. Однако мы по-прежнему считаем, что столь агрессивная инвестиционная и долговая политика – основной риск Мечела, делающий его наиболее зависимым от темпов глобального роста.

В связи с этим и оценка облигаций Мечела на рублевом рынке нам кажется слишком завышенной по сравнению с бумагами Евраз, например. Бонды более крупной металлургической компании заслуживают большего внимания инвесторов, однако традиционно остаются незамеченными.

Сергей Гончаров, [sergey.goncharov@trust.ru](mailto:sergey.goncharov@trust.ru)  
☎ 786-23-48



## ТОРГОВЛЯ

### **Магнит (NR) озвучил планы по инвестициям на текущий год; органический рост будет еще более агрессивным; ждем нового предложения рублевых бондов в 2011 г.**

*В ходе телеконференции по итогам 2010 г., гендиректор Магнита С. Галицкий прокомментировал планы компании на ближайший год по капитальным затратам и проектам, на которые эти затраты будут направлены.*

#### КОММЕНТАРИЙ

Магнит увеличил план по инвестициям на 2011 г. с USD1.5 млрд. до USD1.8 млрд. Компания планирует потратить около 50% этой суммы на открытие гипермаркетов, а оставшуюся часть – в равной степени на транспорт, распределительные терминалы и новые магазины-дискаунтеры.

Магнит ожидает, что в текущем году откроет около 800 дискаунтеров, около 50 гипермаркетов и около 200 магазинов нового формата «дрогери», ассортимент которых сконцентрирован на товарах повседневного пользования, косметике и парфюмерии. По словам г-на Галицкого, результаты продаж в первых открытых магазинах нового формата «очень хорошие», и это позволит Магниту начать быструю экспансию в этом сегменте рынка.

Согласно опубликованной в пятницу отчетности по МСФО за 2010 г., капитальные затраты компании в минувшем году на открытие 827 магазинов различных форматов составили около USD1.2 млрд. Фактически Магнит сохранил темпы открытия новых магазинов-дискаунтеров в 2011 г., увеличив инвестиции в открытие гипермаркетов. Драйвером роста выручки для компании остаются именно дискаунтеры; с другой стороны, гипермаркеты демонстрируют значительно более внушительные темпы увеличения операционных показателей. В них быстрее растет трафик, LfL продажи и величина среднего чека, чем в других форматах, поэтому увеличение инвестиций в этот формат может дать лучший экономический эффект, чем инвестиции в дискаунтеры. В целом компания ожидает, что ее выручка вырастет на 50% при сохранении рентабельности по EBITDA на уровне 8%.

Агрессивный рост в 2010 г. вылился в увеличение долговой нагрузки в терминах «Чистый долг/EBITDA» до 1.3x (в 2009 г. – отрицательное значение). В 2011 г., по словам С. Галицкого, долговая нагрузка не должна превысить 2.0x, т.е. при выполнении планов по выручке и сохранении рентабельности чистое привлечение долга составит около USD900-950 млн. На наш взгляд, до половины этой суммы компания может привлечь на публичном долговом рынке, что позитивно скажется на ликвидности ее обращающихся бондов.

Основным негативным фактором для облигаций Магнита по-прежнему остается отсутствие рейтингов у эмитента. Сейчас рублевые бонды компании предлагают премию к кривой ОФЗ на уровне 170-180 бп, что выглядит справедливо с учетом увеличения планов по капитальным затратам 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](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)  
☎ 647-25-89*



## Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон, %	Лет до погашения/оферта	УТМ / УТР, %
Магнит-5бо	5000	8	3	8.16
Уралсиб ЛК-1бо	2000	9.5	3	9.84
ТрансФин-М-6бо	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-3бо	2000	9.5	3	9.73
МДМ Банк-2бо	5000	8.15	3	8.32

## Налоговые выплаты

Дата	Налог
28 марта	Налог на прибыль

## Ближайшие выпуски

Ориентир . Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/оферта
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-4бо	1500	TBD	3
30 мар 11	ЮТЭйр-Финанс-5бо	1500	TBD	3
31 мар 11	Внешэкономбанк-9	15000	TBD	10 / 5

## 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-1бо	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-1бо	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		
26 апр 11	Каспийская энергия	1 000	15.8		
26 апр 11	ПромТрактор-3	5 000	18	18	1 авг 11
26 апр 11	ЧТПЗ-3	8 000	8		
27 апр 11	Разгуляй Фин.-5	2 000	0	0	17 июл 11

Источники: ТРАСТ, официальная информация компаний и организаторов



## КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

### ГЛАВА ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь Потапов

+7 (495) 647-90-44

### ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Леонид Игнатьев +7 (495) 647-23-60

### Департамент макроэкономики и стратегии

Роман Дзугаев +7 (495) 647-23-64  
Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94  
Алексей Тодоров +7 (495) 647-23-62

### Департамент кредитного анализа

Сергей Гончаров +7 (495) 786-23-48  
Юлия Сафарбакова +7 (495) 647-23-59  
Дмитрий Турмышев +7 (495) 647-25-89

### Выпускающая группа +7 (495) 789-36-09

Татьяна Андриевская  
Николай Порохов  
[research.debtmarkets@trust.ru](mailto:research.debtmarkets@trust.ru)

### ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

### Торговые операции

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

### Клиентские продажи

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

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

### Департамент количественного анализа и информационного развития

Светлана Федоровых +7 (495) 786-23-46

## REUTERS: TRUST

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

## BLOOMBERG: TIBM

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

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

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

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