

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- **ФРС** по-прежнему рассматривает текущее инфляционное давление как краткосрочный фактор
- Министры финансов еврозоны в пятницу обсудят возможности предоставления **Португалии** финпомощи; доходность по 5-летним госбумагам перевалила за 10.00%
- Стоимость **нефти** достигла максимума с августа 2008 г. на фоне ситуации в Ливии, волнений в Йемене; цена сохранится выше USD100, но прорыва вверх мы не ждем
- Рост котировок в корпоративном и суверенном сегментах рынка еврооблигаций; **рублевый евробонд РФ** ставит новые рекорды
- Положительная динамика на **российском долговом рынке** сохранится, но активность спадет; рублевые евробонды получать поддержку от дорогой нефти ([стр. 2-3](#))
- **Moody's** снизил рейтинг Португалии на одну ступень до «Baa1» с «негативным» прогнозом; решение агентства представляется запоздавшим

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- **Ликвидность** прибывает, поддерживая низкую стоимость привлечения на денежном рынке
- **Рубль** немного подешевел, следуя за коррекцией цен на нефть; восприятие рублевых рисков участниками рынка нейтральное
- **Рублевый рынок:** продолжение мощных покупок, благоприятная конъюнктура накануне завтрашнего аукциона по длинному выпуску ОФЗ 26204
- **Сэтл Груп:** насколько реальны планы разместить второй выпуск?
- **СКБ-Банк** вчера начал сбор заявок на покупку облигаций; облигации банка на вторичном рынке перекуплены
- **ГСС** предложит 2 новых выпуска биржевых облигаций; оба предложения привлекательны по нижней границе маркируемых диапазонов
- **КуйбышевАзот** все же выйдет на рублевый рынок облигаций с новым предложением; указанный диапазон выглядит слишком агрессивно ([стр. 4-6](#))

МАКРОЭКОНОМИКА

- Замедление **инфляции** не внушает оптимизма ([стр. 7](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- **Globaltrans:** хорошая отчетность за 2010 год; возможен риск агрессивной экспансии; облигации дочерней НПК оценены справедливо; ближе к концу года на рублевый рынок может выйти и материнская компания
- **Ренессанс Капитал** показал убыток по МСФО за 2010 г.; рублевые облигации – еще не в рынке, поэтому основное внимание – на CB RenCap 13
- Претензии **КЭС-холдинга** по иску к Уралкалию нематериальны; ФАС одобрил сделку по слиянию **Уралкалия** и **Сильвинита**; облигации скоро должны расторгнуться
- **МТС** фиксирует убытки от прекращения операций в Средней Азии; наглядная иллюстрация важности страновых рисков для VimpelCom Ltd. ([стр. 8-9](#))

СЕГОДНЯ

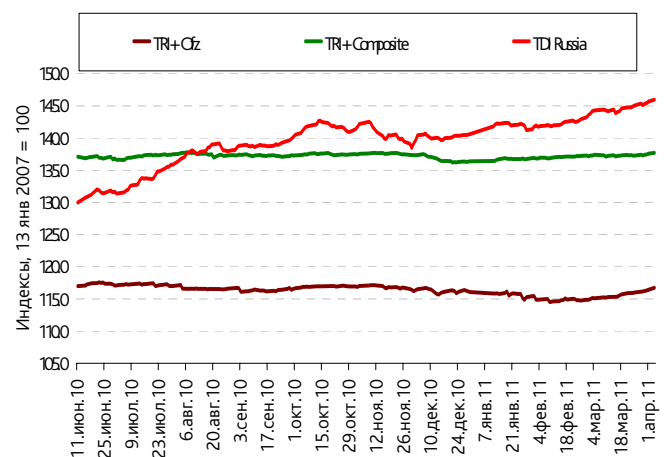
- **ФРС** опубликует протокол мартовского заседания
- Статистика **США:** индекс деловой активности ISM в сфере услуг
- **Еврозона:** индекс деловой активности PMI, розничные продажи

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↔ 164.00	0.00	5.00	-35.00
EMBI+ spread	↓ 255.98	-1.95	-0.55	14.85
Russia 30 Price	↑ 117.02	+ 1/8	+0	+1 3/8
Russia 30 Spread	↓ 118.20	-1.90	+10.70	-30.30
Russia 5Y CDS	↓ 121.50	-2.50	-2.23	-25.01
UST 10y Yield	↔ 3.44	-	-0.08	+0.11
BUND 10y Yield	↓ 3.367	-0.00	+0.10	+0.45
UST 10y/2y Yield	↑ 266.2	+1	-15	-8
Mexico 33 Spread	↓ 228	-1	+10	-4
Brazil 40 Spread	↓ 135	-2	+227	+185
Turkey 34 Spread	↓ 269	-9	-18	+12
ОФЗ 26199	↓ 5.22	-0.01	+0.02	-1.02
Москва 50	↓ 4.66	-0.37	-0.86	-1.23
Мособласть 8	↑ 7.56	+0.04	-0.15	-0.96
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	0.00
МТС 3	↓ 7.02	-0.00	-0.43	-0.44
Руб / \$	↓ 28.228	-0.289	+0.056	-2.123
\$ / EUR	↓ 1.422	-0.001	+0.024	+0.087
Руб / EUR	↓ 40.162	-0.225	0.759	-0.325
NDF 1 год	↓ 4.080	-0.010	-0.210	-0.620
RUR Overnight	↓ 2.75	-0.1	-0.3	
Корпчета	↓ 550.3	-46.10	-29.00	-338.00
Депозиты в ЦБ	↑ 846.7	+60.00	+140.10	+277.10
Сальдо опер. ЦБ	↑ 588.80	+72.70	+70.30	+652.60
RTS Index	↑ 2096.78	+1.07%	+3.55%	+18.29%
Dow Jones Index	↑ 12400.03	+0.19%	+2.56%	+6.25%
Nasdaq	↓ 2789.19	-0.01%	+1.59%	+3.63%
Золото	↑ 1437.53	+0.50%	+0.33%	+1.61%
Нефть Urals	↑ 116.93	+1.93%	+5.14%	+26.82%

TRUST Bond Indices

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↑ 253.11	0.43	2.59	7.54
TRIP Composite	↑ 236.34	0.20	0.35	2.16
TRIP OFZ	↑ 185.46	0.48	2.01	1.45
TDI Russia	↑ 228.74	0.40	2.59	6.49
TDI Ukraine	↑ 229.19	0.80	4.68	6.89
TDI Kazakhs	↑ 187.29	0.07	1.30	5.42
TDI Banks	↑ 227.53	0.39	2.91	6.75
TDI Corp	↑ 242.50	0.46	2.93	7.80

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices




ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

ФРС по-прежнему рассматривает текущее инфляционное давление как краткосрочный фактор

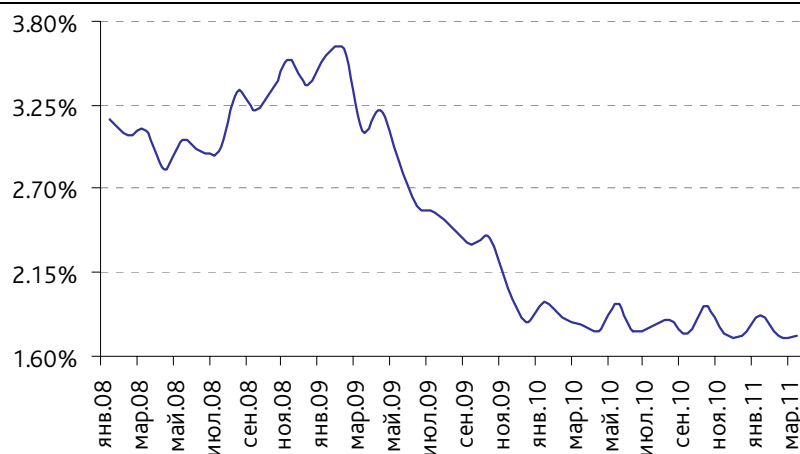
Вчерашнее выступление Б. Бернанке, посвященное деятельности клиринговых организаций на срочном рынке (задачей которых является обеспечение расчетов между участниками торгов), не оставило без внимания общеэкономические темы. Отвечая на вопросы после доклада, глава ФРС отметил, что рассматривает текущее проявление инфляции как скоротечное, а в среднесрочной перспективе члены ФРС ждут более медленных темпов роста цен.

Несмотря на то, что ничего нового об инфляции участники рынка не услышали, рынок отреагировал покупками в американской валюте – индекс доллара (USD Index) взлетел с 75.90 до 76.05. Выше уровня 76.0 он пребывает и накануне открытия российских торгов. Reuters, со ссылкой на опрошенных трейдеров, пишет, что данный рост мог быть связан с локальным закрытием коротких позиций в USD Index.

Мы также пока не готовы преувеличивать инфляционный фактор в американской экономике – причиной ускоренных темпов роста цен в ней выступает фактор высоких цен на сырьевые товары (прежде всего – на энергоносители). При этом возможности производителей перекладывать издержки на потребителей по-прежнему ограничены.

Со стороны же потребительского спроса мы пока не видим факторов ускорения инфляции. Улучшение ситуации с занятостью, продолжающееся с начала года, в краткосрочной перспективе не является, на наш взгляд, таковым. Отправной точкой ускорения потребительской инфляции мы рассматриваем рост оплаты труда. Пока же мы его не видим – прирост средней почасовой оплаты труда в годовом исчислении в последние 12 месяцев составляет порядка 1.8%.

ДИГРАММА. ПРИРОСТ СРЕДНЕЧАСОВОЙ ЗАРАБОТНОЙ ПЛАТЫ В ЧАСТНОМ СЕКТОРЕ, ГОД К ГОДУ, ЯНВАРЬ 2008 – МАРТ 2011



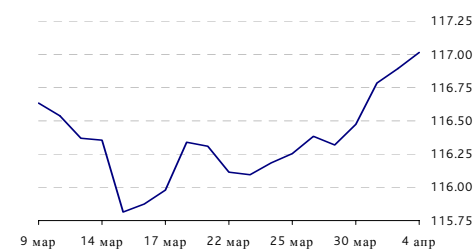
Источник: <http://www.bls.gov>, расчеты НБ «Траст»

Министры финансов еврозоны в пятницу обсудят возможности предоставления Португалии финпомощи; доходность по 5-летним госбумагам перевалила за 10.00%

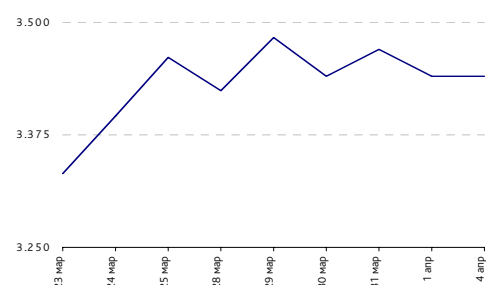
Ситуация на рынке госдолга Португалии продолжает оставаться одной из центральных тем на европейском экономическом «фронте». Как сообщает Reuters со ссылкой на источник в ЕС, министры финансов еврозоны уже в эту пятницу намерены обсудить экономические и юридические возможности обращения Лиссабона за финансовой помощью, а также выяснить у португальского коллеги, какова на самом деле ситуация в сфере госфинансов страны.

Подобное недоверие официальным заявлениям Лиссабона, с нашей точки зрения, является тревожным сигналом. При этом если в успешность апрельского погашения госбумаг в ЕС верят, то в отношении возможности Португалии оплатить июньский долг такой ясности нет. Ситуация дополнительно усугубляется продолжающимся ростом ставок – по 10-летним бумагам она во вторник приблизилась к 9.00%. Доходность же 5-летних бумаг накануне превышала 10.00%, что, очевидно, является неустойчивым уровнем. Кроме того, пятничная встреча министров финансов еврозоны будет проходить уже, скорее всего, на фоне увеличенных ставок ЕЦБ. Все это убеждает нас в правильности

Russia 30 (Price)



US Treasuries 10 Year (YTM)





ранее сделанного предположения – Португалия будет в итоге вынуждена прибегнуть к помощи ЕС и МВФ.

Стоимость нефти достигла максимума с августа 2008 г. на фоне ситуации в Ливии, волнений в Йемене; цена сохранится выше USD100, но прорыва вверх мы не ждем

Стоимость нефти в понедельник достигла многомесячного максимума на фоне сохраняющейся нестабильности на Ближнем Востоке и в Северной Африке, а также перспективах повышения спроса со стороны США. За баррель Brent вчера давали USD121.06, что является максимальным значением с августа 2008 года. С утра во вторник бочка нефти стоила USD120.9.

«Черное золото» активно покупалось инвесторами, обеспокоенными новыми столкновениями сторонников Каддафи с оппозицией, а также беспорядками в Йемене, осложнение ситуации в котором потенциально угрожает танкерным поставкам сырья в Средиземное море. Повышенному интересу к нефти продолжают способствовать ожидания ускорения экономического роста в США, возникшие после публикации в минувшую пятницу сильных данных по рынку труда страны. Мы считаем, что стоимость нефти будет и дальше удерживаться выше отметки в USD100 за баррель, однако какое-либо мощное движение цены дополнительно вверх с текущих уровней кажется нам маловероятным.

Рост котировок в корпоративном и суверенном сегментах рынка еврооблигаций; рублевый евробонд РФ ставит новые рекорды

В понедельник торги на российском рынке еврооблигаций завершились на мажорной ноте – рост котировок и достаточно высокая активность были отмечены во всех секторах.

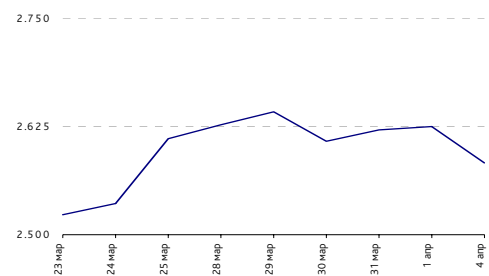
Так, среди нефтегазовых компаний спросом пользовались длинные бумаги Лукойла (+20-50 бп) и выпуски Новатэка (+15-30 бп). Во втором эшелоне особо стоит отметить выпуск **TMK 18**, выстреливший на 130 бп, а также **Sinek 15** и **Alrosa 20**, подорожавшие на 50 бп каждый. Высокий спрос наблюдался на долгосрочные бумаги ВымпелКома, которые в среднем прибавили 25 бп. Из банков можно выделить длинные евробонды ВЭБа (+30-50 бп) и Россельхозбанка (+20-30 бп). Спред **VTB 20 – VEB 20** сократился за полторы недели почти на 15 бп до 53 бп, что по-прежнему кажется нам неоправданно большой величиной. В ближайшее время мы допускаем его дальнейшее сужение до 40 бп. Также положительная динамика наблюдалась в евробондах **Nomos 13** и **Nomos 15** (+30 бп). При этом спред данных выпусков к кривой Альфа-Банка продолжает сохраняться завышенным, 160-170 бп, что контрастирует с нашими ожиданиями справедливого уровня в 70-80 бп.

Суверенные российские еврооблигации также показали рост по итогам понедельника. **Russia 30** подорожала на 12 бп – до 117.02% от номинала. Спред **Russia 30 – UST 10** при этом вновь сохранился неизменным, в районе 120 бп. Рублевый выпуск **Russia 18R** второй день подряд демонстрирует наибольший прирост среди суверенных бумаг. Он поднялся еще на 60 бп и обновил исторический максимум, достигнув 103.74% от номинала. Инвесторы также продолжили откупать выпуски Белоруссии – **Belarus 15** и **Belarus 18** подорожали на 100 и 35 бп соответственно.

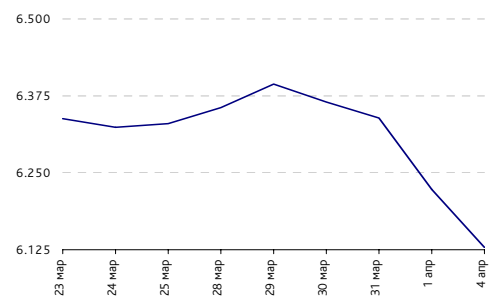
Положительная динамика на российском долговом рынке сохранится, но активность спадет; рублевые евробонды получать поддержку от дорогой нефти

Начало торгов на российском долговом рынке будет носить умеренно позитивный характер, однако активность вряд ли будет высокой, учитывая отсутствие принципиально новых причин для покупок. Несмотря на снижающиеся азиатские фондовые индексы (Nikkei проседает с утра на 1%), инвесторов во вторник может воодушевить высокая стоимость нефти, которая уже долгое время является по сути основным драйвером роста на российском рынке публичного долга. Особенно сильно данный фактор может сказаться на рублевых еврооблигациях, существенно подтолкнув вверх их котировки. Фьючерсы на индексы США с утра торгуются чуть ниже уровней закрытия понедельника. Тем не менее, динамика может измениться в течение дня, учитывая публикацию в 18.00 мск данных по индексу ISM в сфере услуг США.

Brazil 40 (YTM)



Turkey 34 (YTM)



Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru ☎ 647-23-64
Алексей Тодоров, aleksey.todorov@trust.ru ☎ 647-23-62



ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Ликвидность прибывает, поддерживая низкую стоимость привлечения на денежном рынке

Ликвидность продолжает прибывать в платежную систему, хотя и не в столь же крупных объемах, как несколькими днями ранее – около RUB25 млрд. против RUB100-150 млрд. в день в конце прошлой недели. Поскольку следующий аукцион ОФЗ (до RUB20 млрд.) состоится только завтра, вчера кредитные организации предпочли нарастить [депозиты](#) в ЦБ, разместив на них дополнительно RUB81.6 млрд. (до RUB928.3 млрд.), не без участия средств с [корсчетов](#), которые в понедельник сократились на RUB56.3 млрд. (до RUB494.0 млрд.). В результате [чистая ликвидная позиция](#) прибавила RUB25.3 млрд., восстановившись до RUB1.6 трлн. Мы ожидаем, что сегодня, в преддверии аукциона ОФЗ, часть «переброшенных» на депозиты средств может вернуться на корсчета, но в целом, ввиду комфортного уровня ликвидности, потребность в этом невелика, к тому же нужное финансирование под покупку ОФЗ отдельные участники рынка могут получить сегодня на депозитном аукционе Минфина (до RUB55 млрд.).

Ставки денежного рынка слабо реагируют на продолжающееся пополнение ликвидности, оставаясь на прежнем уровне. Так, сделки в сегменте [межбанковских кредитов](#) на 1 день в течение всех торгов преимущественно проходили по 2.85-3.15%, скорректировавшись на закрытие лишь на 10 бп. Не выше уровня пятницы вчера стоило фондирование через междилерское РЕПО – по сделкам [под залог ОФЗ](#) на 1 день – 3.58%, а под залог облигаций [1-го эшелона](#) – 3.5% (-3 бп). Ниже привычных уровней находятся лишь ставки на рынке [валютных свопов](#) в секции рубль-доллар расчетами завтра – 2.5-2.7%, да и то по причине ослабления интереса к рублевым активам на FX.

Рубль немного подешевел, следуя за коррекцией цен на нефть; восприятие рублевых рисков участниками рынка нейтральное

Несмотря на то, что торги понедельника открывались стоимостью бивалютной корзины на уровне RUB33.6, что на 5 копеек ниже закрытия накануне, ее цена на протяжении всего дня подрастала, а по окончании торгов достигла RUB33.68, что несколько выше пятничных значений.

Не в пользу рубля некоторое снижение цен на нефть, которое подрывает интерес к рублю как к сырьевой валюте и влечет за собой закрытие коротких позиций по российской валюте. Не стоит недооценивать давление на рубль со стороны интервенционных покупок валюты ЦБ, которые сейчас могут достигать до USD300 млн. в день.

Участники рынка не спешат пересматривать свои ожидания по рублевым рискам в негативную сторону, что сопровождается стабилизацией [трехмесячных ставок NDF](#) на уровне 3.10-3.18% (3.09-3.18% накануне).

Рублевый рынок: продолжение мощных покупок, благоприятная конъюнктура накануне завтрашнего аукциона по длинному выпуску ОФЗ 26204

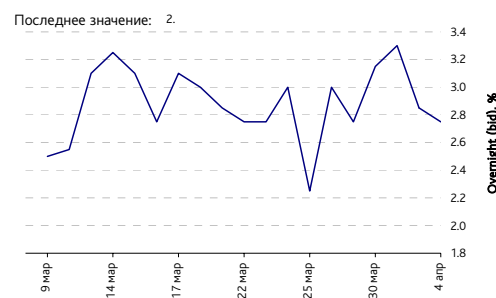
В понедельник в рублевых облигациях покупки продолжились по всему рынку. В сегменте ОФЗ сильнейшая активность по-прежнему сохраняется в средней части кривой – на дюрации 3-6 лет. Наибольшие обороты при большом числе сделок вчера были отмечены в **ОФЗ 25077** (+31 бп), **ОФЗ 25075** (+68 бп) и **ОФЗ 26204** (+25 бп) – данные выпуски обеспечили 65% объема сделок в сегменте госбумаг. Собственно при существующей конъюнктуре в удачном исходе завтрашнего аукциона по длинному выпуску **ОФЗ 26204** (RUB20 млрд.) сомневаться не приходится – тем более что идея его покупки на фоне недооцененности относительно рублевого евробонда **Russia 18** по-прежнему «жива».

В первом эшелоне в числе лидеров по обороту отметим выпуск **Москва-62** (+10 бп). Во втором эшелоне преобладание торговой активности осталось в выпусках телекомов – **МТС-8** (+29 бп), **МТС-7** (-3 бп).

Сэтл Груп (NR): насколько реальны планы разместить второй выпуск?

Вчера строительный холдинг, базирующийся в Санкт-Петербурге, – Сэтл Груп объявил о намерении в середине мая открыть книгу заявок на второй в своей истории выпуск облигаций – **Сэтл БО-1**. Планируется разместить RUB1 млрд. со ставкой в диапазоне 12.00-12.70% (УТР 12.36-13.10%) к полуторагодовой оферте. Всего выпуск будет обращаться на рынке три года. Напомним, что в 2007 году компания впервые вышла на рынок с 5-летним выпуском на RUB1 млрд., из

Ставка overnight (максимум, bid)





которого, впрочем, около 80% уже было выкуплено в ходе оферт в 2008-2009 гг.

Оценка кредитного качества представляется трудной задачей, так как последняя консолидированная отчетность холдинга по МСФО датирована 2009 годом. Понятно, что с учетом объективной особенности строительных компаний отражать в отчетности реальную ситуацию с задержкой эти цифры представляются еще менее актуальными. Однако уже по итогам 2009 года совокупный объем долга превышал EBITDA более чем в 10 раз, а потому сложно предположить, что по итогам 2010 года ситуация улучшилась.

Не в пользу Сэтл Груп говорят и его небольшие объемы бизнеса: выручка по итогам 2009 года была вдвое меньше, чем у известного рынка ЛенСпецСМУ и в 5 с лишним раз меньше, чем у Группы ЛСР.

Впрочем, стоит отметить, что, несмотря на сомнительное качество финансовых показателей, в мае 2009 года Сэтл Груп сумела погасить 60% имеющегося на тот момент выпуска, и с тех пор холдинг также не имел проблем с долгами.

Торгуемый выпуск **Сэтл-1** (доходность около 14.00% с дюрацией 1 год) очень низколиквиден, а потому вряд ли может служить ориентиром при размещении новых бумаг. Мы считаем, что даже с учетом высокой доходности облигации вряд ли будут иметь большой спрос у инвесторов.

СКБ-Банк (B2/NR/B) вчера начал сбор заявок на покупку облигаций; облигации банка на вторичном рынке перекуплены

Вчера СКБ-Банк открыл книгу на покупку 5-й серии биржевых облигаций объемом RUB2 млрд. По 3-летним бумагам предполагается оферта через 1.5 года. Индикативный купон составляет 8.40-8.70%, что обуславливает доходность к оферте УТР 8.58-8.89%.

В текущих рыночных условиях нижняя граница выглядит вполне адекватно, а доходность ближе к верхней границе диапазона предлагает премию ко вторичному рынку. Так, два относительно ликвидных выпуска **СКБ-Банк БО-3** и **СКБ-Банк БО-4** предлагают УТР 7.30/8.20% к оферте в декабре 2010/мае 2012. В то же время облигации банка в целом выглядят перекупленными, предлагая премию не выше 150-200 бп к бумагам 1-го эшелона.

ГСС (Fitch: BB) предложит 2 новых выпуска биржевых облигаций; оба предложения привлекательны по нижней границе маркетизируемых диапазонов

В минувшую пятницу компания ГСС открыла книгу на два новых выпуска биржевых облигаций 2-й и 3-й серий совокупным объемом RUB6 млрд. Бонды второй серии имеют оферту через год, а третьей – через 2 года. Ориентиры по купонам установлены в диапазонах 8.10-8.30% (доходность 8.26-8.47%) и 9.0-9.2% (доходность 9.20-9.41%) соответственно. Таким образом, нижние ориентиры по доходности новых выпусков предлагают небольшую премию за большую дюрацию ко вторичному рынку.

Депозиты в ЦБ РФ

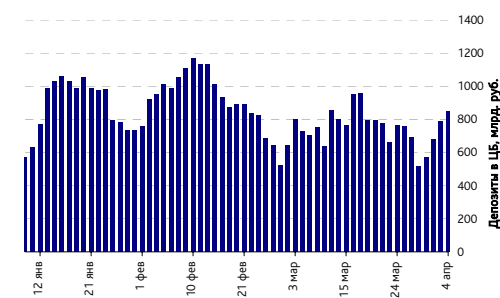
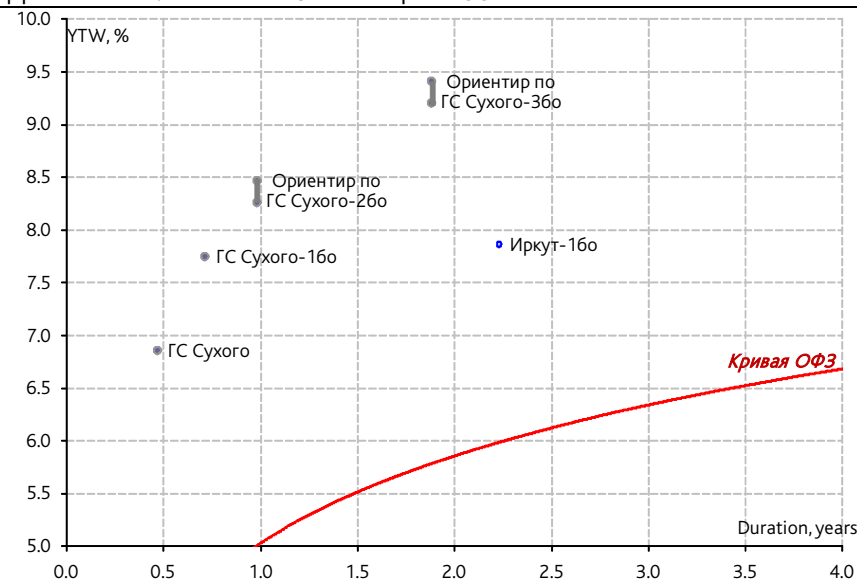


ДИАГРАММА. РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ ГСС И ИРКУТА



Источники: ММВБ, расчеты НБ ТРАСТ



Нам нравится кредитный риск ГСС, в особенности на фоне первых успехов самолета SSJ-100, который успешно получил российский сертификат типа, и уже с середины мая текущего года начнет эксплуатироваться Аэрофлотом. На данный момент у ГСС подписаны жесткие контракты на поставку 170 самолетов SSJ-100, поэтому первые результаты его коммерческой эксплуатации окажут влияние на дальнейшую судьбу всего проекта.

КуйбышевАзот (NR) все же выйдет на рублевый рынок облигаций с новым предложением; указанный диапазон выглядит слишком агрессивно

Вчера крупный российский игрок химической отрасли – КуйбышевАзот – открыл книгу на новый выпуск рублевых облигаций объемом RUB2 млрд. Бумаги имеют 5-летний срок обращения и предлагают 3-летнюю оферту. Организаторы ориентируют инвесторов на доходность на уровне 8.94-9.20% (купон 8.75-9.00% годовых).

В начале марта компания уже пыталась разместить облигации 3-й серии объемом RUB3 млрд., однако спустя несколько дней отложила размещение на неопределенный срок. На наш взгляд, маркетируемый диапазон по доходности слишком агрессивен для КуйбышевАзота. Учитывая размер бизнеса, отсутствие кредитных рейтингов от международных агентств, а также риски роста себестоимости производства, справедливая доходность для 3-летнего выпуска должна находиться не ниже 9.30-9.50% годовых. Тот факт, что эмитент вернулся к размещению облигаций, хотя и в меньшем объеме, говорит в пользу того, что размещение будет носить, скорее, технический характер, а весь выпуск перейдет в руки заранее оговоренного круга крупных кредиторов.

Более подробно наше мнение относительно кредитного качества КуйбышевАзота изложено в специальном комментарии от 11.11.2010 [«КуйбышевАзот: новое предложение от знакомого эмитента»](#).

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru

☎ 789-35-94

Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 647-23-64

Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru

☎ 647-25-89

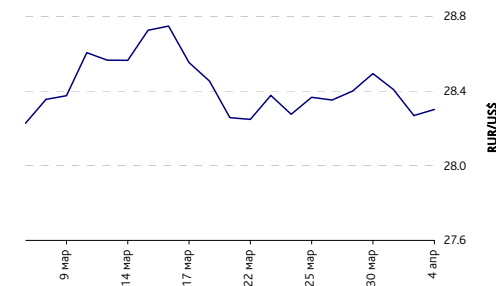
Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru

☎ 647-23-59

Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru

☎ 786-23-48

Курс рубль/доллар





МАКРОЭКОНОМИКА

Замедление инфляции не внушает оптимизма; ЦБ может вновь поднять ставки

Согласно опубликованным вчера данным ФСГС, инфляция за март 2011 г. составила 0.6%, то есть столько же, сколько в марте 2010 г., продемонстрировав при этом замедление по отношению февралю, когда она достигала 0.8%. Темпы роста цен в годовом выражении закрепились на уровне 9.5% г/г после замедления в феврале.

КОММЕНТАРИЙ

Новая статистика указывает на формирование нескольких тенденций:

- В марте инфляция притормозила в основном из-за снижения темпов роста цен на отдельные виды продуктов и благодаря сезонному замедлению роста тарифов, нежели падению цен на топливо.
- Бензин и дизтопливо дешевели втрое медленнее, чем в феврале.
- Большинство наиболее потребляемых непродовольственных товаров и услуг дорожают быстрее, чем месяцем ранее. Непродовольственная инфляция в годовом выражении ускорилась с 5.6% до 5.8%.
- Темпы роста цен на ключевые продукты остаются высокими.
- Показатель базовой инфляции, исключая изменение цен на отдельные продукты, подверженные сезонности, и топливо, демонстрирует ускорение в годовом выражении с 7.4% в феврале до 7.7% в марте.
- Рубль дорожает менее интенсивно.

Такая комбинация факторов говорит не в пользу дальнейшего снижения темпов роста инфляции. Мы сохраняем наше видение относительно того, что замедление удорожания по продовольственной группе, обусловленное административным давлением, будет компенсироваться постепенным ускорением роста цен на непродовольственные товары, поддерживая высокий уровень потребительских цен. Учитывая, что в апреле-мае 2010 г. инфляция пошла на снижение, в апреле 2011 г. рассчитывать на более низкие, чем в марте (0.6%) темпы роста цен не приходится, что может стать еще одним аргументом для более интенсивных антиинфляционных мер правительства и подъема ставок со стороны ЦБ.

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



ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

Globaltrans (NR): хорошая отчетность за 2010 год; возможен риск агрессивной экспансии; облигации дочерней НПК оценены справедливо; к концу года возможен выход и материнской компании на рублевый рынок облигаций

Вчера крупнейший частный оператор железнодорожных вагонов России – Globaltrans – предоставил отчетность по МСФО за 2010 год, которая выглядит умеренно позитивно. Для долгового рынка она интересна в первую очередь в применении к одной из дочек компании – Новой Перевозочной Компании (НПК), разместившей летом прошлого года дебютный облигационный выпуск.

Из положительных моментов отчетности мы выделяем постепенный рост основных показателей (выручка, EBITDA, операционный денежный поток). Их увеличение оказалось опережающим общерыночную динамику, однако вряд ли кардинально меняющим и так крепкое кредитное качество Globaltrans.

В целом хотелось бы отметить стабильность таких метрик компании, как «Долг/EBITDA» (см. таблицу) и рентабельность по EBITDA. Тот факт, что кризис Globaltrans удалось пройти, не прибегнув к сколько-нибудь заметному ухудшению этих показателей, говорит о стабильности стратегии компании. На наш взгляд, даже двукратный рост инвестпрограммы в таких условиях не является критичным: уже во 2П 2010 года Globaltrans удалось вернуть свободный денежный поток в положительную зону.

Из рисков компании можно, пожалуй, выделить довольно амбициозные планы по расширению бизнеса – в том числе не исключается покупка «дочки» РЖД – Первой Грузовой Компании (ПГК), пакет которой оценивается в миллиарды долларов. Это, безусловно, вызвало бы существенную нагрузку на финансы Globaltrans. Однако предметные разговоры о продаже ПГК мы ожидаем ближе к осени 2011 года. В связи с покупками менеджмент компании не исключает и возможных заимствований в виде рублевых облигаций к концу 2011 года.

С точки зрения НПК основным мы видим риск корпоративного управления: «дочка» хоть и генерирует около половины всей выручки группы, может быть отягощена обязательствами своих «сестер».

Рублевый выпуск НПК-1 мы считаем справедливо оцененным: при дюрации около 2 лет он предлагает доходность 8.00%, что соответствует 30-40 бп премии к кривой облигаций металлургических компаний с рейтингами «B1/B+» (выпуску облигаций НПК-1 присвоен такой же уровень). Учитывая меньшие масштабы бизнеса транспортной компании, а также большие глобальные риски, связанные с реформированием железнодорожной отрасли, мы считаем, что такая премия является справедливой.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ GLOBALTRANS

МСФО, USD млн.	2007	2008	2009	2010
Выручка	605	1,445	1,163	1,383
EBITDA	145	348	284	391
Чистая прибыль	93	143	121	226
Чистый операционный денежный поток	-	192	223	239
Капвложения и приобретение ДЗО	-	145	178	307
Свободный денежный поток	-	48	116	(61)
Совокупный долг в т.ч.	547	498	449	519
Краткосрочный долг	176	160	153	191
Денежные средства и эквиваленты	33	137	160	138
Активы	958	1,231	1,265	1,515
Показатели				
EBITDA margin	24.0%	24.1%	24.4%	28.3%
EBITDA/проценты (x)	2.6	6.2	6.0	9.0
Долг/EBITDA (x)	3.8	1.4	1.6	1.3
Чистый долг/EBITDA (x)	3.5	1.0	1.0	1.0
Долг/Собственный капитал (x)	2.0	0.9	0.6	0.6

Источник: данные компании, НБ «Траст»

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



Ренессанс Капитал показал убыток по МСФО за 2010 г.; рублевые облигации – еще не в рынке, поэтому основное внимание – на CB RenCap 13

По данным Ведомостей и Коммерсанта, инвестбанк «Ренессанс капитал» показал чистый убыток в USD34 млн. по МСФО за 2010 г. Нам сложно предсказать реакцию публичного долгового рынка на финансовые итоги года, так как рублевые облигации эмитента (РК Казначей) еще не вышли на вторичный рынок, хотя размещались еще в ноябре 2010 г. Мы считаем кредитный рейтинг банка (B1) явно завышенным, а купон по 2-летним бумагам слишком низким (10.50%). В то же время мы находим небезыntenесным кредитный риск аффилированного Ренессанс Кредита на еврооблигациях (10.20% на 2 года).

Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru
☎ 647-23-60

Претензии КЭС-холдинга по иску к Уралкалию нематериальны; ФАС одобрил сделку по слиянию Уралкалия и Сильвинита; облигации должны скоро расторгнуться

КЭС-холдинг намерен взыскать с Уралкалия порядка USD100 млрд. по делу об аварии на руднике в Березниках в 2007 г. Новость нейтральна для эмитента. Вероятность списания данной суммы с производителя удобрений невелика и в любом случае нематериальна. ФАС вчера официально одобрил объединение Уралкалия и Сильвинита. Ждем облигаций Уралкалия на вторичном рынке.

Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru
☎ 647-23-60

МТС фиксирует убытки от прекращения операций в Средней Азии; наглядная иллюстрация важности страновых рисков для VimpelCom Ltd.

От прекращения операций в Туркменистане МТС спишет себе в убыток USD140 млн. плюс к USD320 млн. убытка от невыхода на рынок Киргизии. Новость наглядно демонстрирует цену страновых рисков при ставке на географическую диверсификацию бизнеса. Риски очень актуальны для VimpelCom Ltd., который после сделки с Wind будет работать более чем в 10 развивающихся странах. Справедливый спред между бондами VimpelCom и МТС видим на уровне не ниже 50 бп с вероятностью повышения.

Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru
☎ 647-23-60



Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон, %	Лет до погашения/оферта	УТМ / УТР, %
Группа ЛСР-360	2000	9.5	3	9.73
МДМ Банк-260	5000	8.15	3	8.32
БНП ПАРИБА-1	2000	7.7	3	7.85
Почта России-1	7000	8.25	5 / 3	NA / 8.42
ОТП Банк-2	2500	8.25	3	8.42
ЮТЭйр-Финанс-460	1500	9	3	9.31
ЮТЭйр-Финанс-560	1500	9	3	9.31
Внешэкономбанк-9	15000	7.9	10 / 5	NA / 8.06
Волга-Спорт-1	1400	9.75	11	9.29
АИЖК-18	7000	8	12 / 5	NA / 8.24

Налоговые выплаты

Дата	Налог
15 апреля	Страховые взносы во внебюджетные фонды
20 апреля	НДС
25 апреля	НДПИ и акцизы
28 апреля	Налог на прибыль

Ближайшие выпуски

Ориентир. Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/оферта
12 апр 11	Иркутскэнерго-160	3000	TBD	3
14 апр 11	Первобанк-260	1500	TBD	3
14 апр 11	Куйбышеввазот-Инвест-4	2000	TBD	5 / 3
15 апр 11	ВЭБ-Лизинг-3	5000	TBD	10
15 апр 11	ВЭБ-Лизинг-4	5000	TBD	10
15 апр 11	НФК Банк-160	2000	TBD	3 / 1

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/ Погашение
6 апр 11	КВАРТ	250	12	12	5 окт 11
8 апр 11	Фармпрепарат	23	12	12	8 июл 11
11 апр 11	Зенит Банк-160	5 000	7.9	7.1	4 апр 12
15 апр 11	Новопластуновское	23	12		14 окт 11
18 апр 11	Арктел-2	1 000	12		
19 апр 11	Тензор-160	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
29 апр 11	Первобанк-160	1 500	10		
5 май 11	БИН Банк-2	1 000	10.5		
5 май 11	МКБ-5	2 000	8.5		

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 РФЗ
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.