

**ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ**

- Спрос на **UST** остается высоким, несмотря на возобновившиеся покупки в рискованных активах, объемы вложений нерезидентов в UST вновь выросли, на следующей неделе – новые аукционы и заседание **ФРС**
- **Греция** выпустит госбумаги для соотечественников на фоне роста доходности 10-летних выпусков до 15%; не ждем реструктуризации в краткосрочной перспективе
- **Китай** может увеличить объем покупок госдолга **Испании**, может принять участие в рекапитализации банков
- **Итоги торгов по еврооблигациям:** рост котировок на фоне низкой активности; в фаворитах – суверенные бумаги
- **Российский долговой рынок:** ждем низкой активности торгов в связи с выходным днем в основных экономиках; не исключаем небольшого подъема на открытии ([стр. 2-3](#))

**ВНУТРЕННИЙ РЫНОК**

- Комфортный уровень **ликвидности** не сулит серьезного удорожания финансирования во время **налогов**, но кратковременный всплеск **ставок** возможен
- Сегодня ждем минимальных отклонений курса **рубля** от текущих значений ввиду низкой активности торгов на фоне пасхальных выходных на зарубежных площадках
- **Рублевые облигации:** покупки на вторичном рынке в четверг, ОФЗ 26205 вновь возвращается к цене размещения, по-прежнему сравнительно невысокий объем торгов в первом эшелоне
- Компания «РусГидро» успешно разместила рублевые облигации; рублевый евробонд эмитента выглядит крайне привлекательно ([стр. 4-5](#))

**МАКРОЭКОНОМИКА**

- Интенсивность **интервенций ЦБ** остается прежней; **отток капитала** продолжается; поводов для укрепления **рубля** все меньше ([стр. 6](#))

**ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ**

- **Ferrexpo:** возможная покупка со стороны мировых грандов опустила спред Ferrexpo 16 к суверенной кривой до рекордных для украинских корпоративных заемщиков уровней; дальнейший потенциал к росту ограничен
- **Черкизово** начнет крупный инвестиционный проект; совокупный долг компании удвоится; облигации эмитента уже выглядят перекупленными
- S&P повысило рейтинг **Внешпромбанку** на одну ступень до «В»; считаем недооцененным наиболее ликвидный выпуск эмитента ([стр. 7-9](#))
- **Ситроникс** опубликовал отчетность по US GAAP за 2010 г.: операционные показатели несколько выросли, чистый долг уменьшился примерно на 17%. Кредитные риски компании остаются слишком высокими, а финансовая устойчивость во многом поддерживается контрактами с аффилированными структурами

**СЕГОДНЯ**

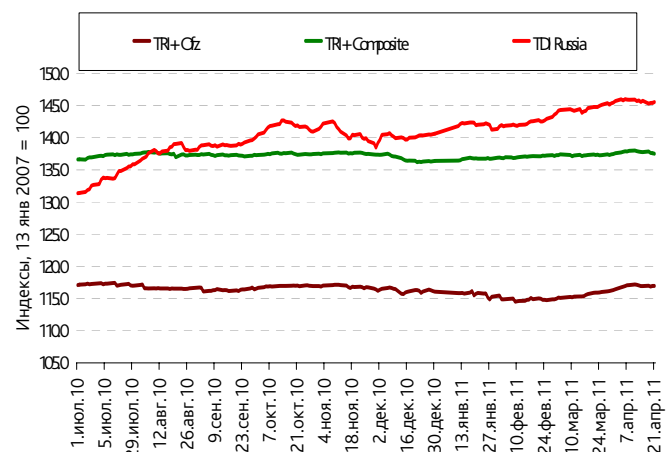
- Выходной день в США и Европе

**КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ**

	Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↓ 178.00	-2.00	3.00	-21.00
EMBI+ spread	↓ 265.03	-0.57	0.02	23.90
Russia 30 Price	↑ 116.25	+ 2/8	+ 1/8	+ 5/8
Russia 30 Spread	↓ 132.20	-1.30	+4.90	-16.30
Russia 5Y CDS	↓ 130.29	-1.12	-0.66	-16.22
UST 10y Yield	↓ 3.398	-0.02	+0.00	+0.06
BUND 10y Yield	↓ 3.259	-0.04	+0.02	+0.34
UST 10y/2y Yield	↔ 273.4	-	+3	-0
Mexico 33 Spread	↑ 230	+0	+0	-2
Brazil 40 Spread	↑ 124	+0	-12	+175
Turkey 34 Spread	↑ 279	+2	-14	+23
ОФЗ 26199	↓ 5.18	-0.16	-0.04	-1.06
Москва 50	↑ 4.96	+0.03	-0.22	-0.92
Мособласть 8	↓ 6.99	-0.00	-0.64	-1.53
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	0.00
МТС 3	↑ 7.75	+0.44	+0.74	+0.30
Руб / \$	↓ 27.940	-0.481	-0.330	-2.411
\$ / EUR	↑ 1.455	+0.003	+0.038	+0.120
Руб / EUR	↑ 40.812	0.371	0.748	0.324
NDF 1 год	↓ 4.140	-0.030	-0.160	-0.560
RUR Overnight	↑ 2.50	+0.3	-0.5	
Корчета	↓ 579.8	-98.10	-107.50	-308.50
Депозиты в ЦБ	↓ 594.1	-53.60	-172.50	+24.50
Сальдо опер. ЦБ	↓ 282.00	-39.00	-266.20	+345.80
RTS Index	↑ 2041.40	+0.19%	+0.72%	+15.17%
Dow Jones Index	↑ 12505.99	+0.42%	+2.76%	+7.16%
Nasdaq	↑ 2820.16	+0.63%	+3.06%	+4.78%
Золото	↓ 1506.60	-0.04%	+5.14%	+6.49%
Нефть Urals	↑ 119.76	+0.24%	+7.67%	+29.89%

**TRUST Bond Indices**

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↑ 254.05	0.03	2.54	8.48
TRIP Composite	↓ 236.01	-0.14	0.42	1.82
TRIP OFZ	↓ 185.82	-0.01	1.64	1.81
TDI Russia	↑ 228.11	0.24	0.95	5.87
TDI Ukraine	↑ 229.98	0.65	3.09	7.69
TDI Kazakhs	↑ 187.83	0.13	1.52	5.96
TDI Banks	↑ 227.45	0.20	1.11	6.68
TDI Corp	↑ 241.50	0.20	0.84	6.80

**TRUST Dollar and Ruble Bond Indices**




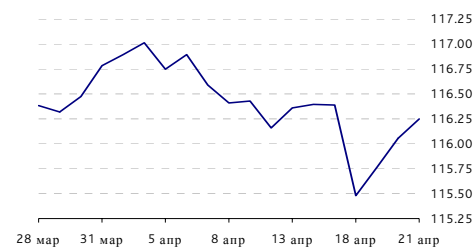
## ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

**Спрос на UST остается высоким, несмотря на возобновившиеся покупки в рискованных активах, объемы вложений нерезидентов в UST вновь выросли, на следующей неделе – новые аукционы и заседание ФРС**

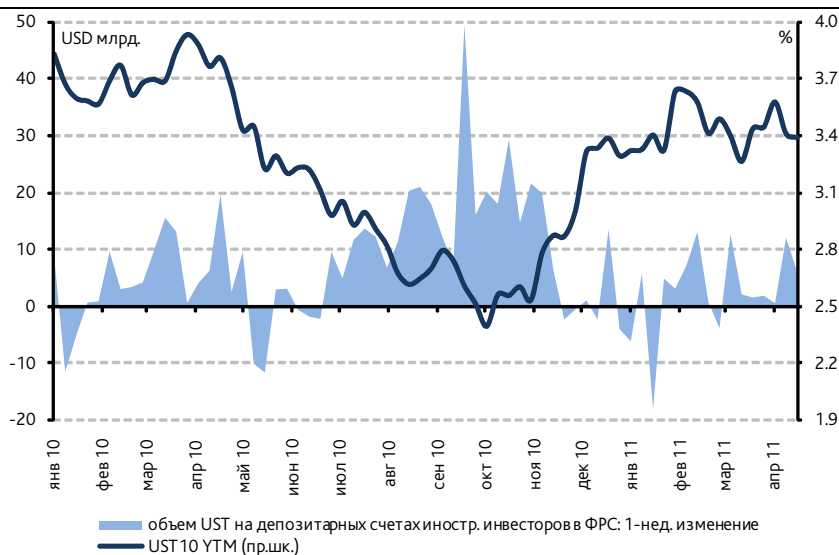
Несмотря на возобновление покупок в рискованных активах (S&P500, commodities, рынки EM) после сильной распродажи в понедельник, ставшей следствием изменения агентством S&P прогноза суверенного рейтинга США, цены UST и не думают падать. Лично мы в росте спроса на традиционные защитные активы видим усиление осторожности в отношении дальнейшей рыночной динамики.

Обнародованные вчера данные о состоянии баланса ФРС (за неделю 14-20 апреля) вновь показали увеличение вложений UST со стороны иностранных инвесторов – остатки на соответствующих депозитарных счетах в американском центробанке выросли на USD6.2 млрд.

Russia 30 (Price)



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



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

Как и ожидалось, по мере приближения окончания QE2 и роста осторожности все большее число участников рынка относительно продолжительности покупок в рискованных активах, интрига только усиливается. Реже нажимать на кнопку «покупать» игроков заставляет, видимо, и нововведение ФРС – в виде периодических пресс-конференций по итогам заседаний Комитета по операциям на открытом рынке.

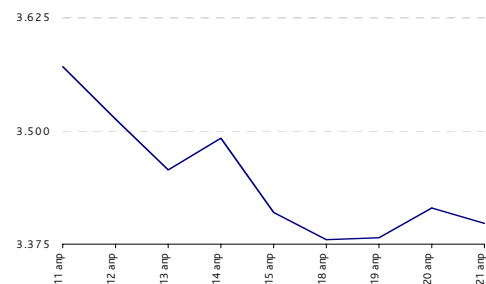
Протокол заседания 26-27 апреля (а это уже следующая неделя) вряд ли будет содержать что-то интересное – мы по-прежнему не ждем заявлений о сворачивании QE2 и думаем, что окажемся правы. Судя по динамике UST, рынки думают так же. В противном случае апрельское заседание – последняя возможность для ФРС прекратить стимулы, ибо следующая встреча Комитета состоится в конце июня, когда программа QE2 уже должна быть полностью реализована. Однако по итогам апрельского заседания как раз и состоится первая из запланированных пресс-конференций Б. Бернанке (27 апреля). Видимо, озабоченность рынка относительно обозначенных моментов и продолжает подогревать спрос на защиту – даже фактор аукционов UST на следующей неделе (с совокупным навесом в USD99 млрд. в виде 2-, 5- и 7-летних UST).

Наше среднесрочное видение доходностей UST не меняется – 3.30-3.60% в терминах UST10.

**Греция выпустит госбумаги для соотечественников на фоне роста доходности 10-летних выпусков до 15%; не ждем реструктуризации в краткосрочной перспективе**

Накануне агентство Reuters со ссылкой на греческие СМИ сообщило, что Афины намерены до начала третьего квартала текущего года осуществить выпуск гособлигаций, предназначенных для продажи греческой диаспоре в разных

US Treasuries 10 Year (YTM)





странах. Общий объем программы составит EUR3 млрд., а первой страной размещения станут США. Напомним, ранее власти страны заявляли о намерении вернуться на полноценный долговой рынок не позднее начала 2012 г.

Между тем доходность греческих десятилетних госбумаг в пятницу перевалила за 15.00%, а по двухлетним бумагам – выросла за четверг еще на 120 бп и достигла отметки 23.25%. С нашей точки зрения, опасаться дефолта Греции, по крайней мере в ближайший месяц, не стоит. Совокупный объем погашения по госдолгу на май составляет EUR9.7 млрд., в то время как Афины должны получить в том же месяце очередной транш внешней финпомощи в размере EUR12 млрд. Тем не менее, страхи рынка касательно возможной реструктуризации в ближайшие два года кажутся нам вполне обоснованными, учитывая низкие темпы проведения реформ в бюджетной сфере.

### Китай может увеличить объем покупок госдолга Испании, может принять участие в рекапитализации банков

Еще одной, на наш взгляд, немаловажной темой четверга стали взаимоотношения Китая и Испании в области суверенного долга. Так, китайские власти заявили о вероятности наращивания объемов покупки испанских госбумаг, а также о проводимых в настоящий момент переговорах относительно возможного участия КНР в рекапитализации сберегательных банков Испании.

Несмотря на то, что доля испанских бумаг, находящихся во владении Китая, пренебрежительно мала (USD36 млрд. против USD1.15 трлн. в UST), на руках у Китая находится 12.5% испанского госдолга, что превосходит совокупную долю Германии и Италии (около 10%). С нашей точки зрения, Мадрид продолжит укреплять взаимоотношения с КНР в части госдолга, учитывая заинтересованность и, что более важно, существенные потенциальные возможности Пекина по сдерживанию contagion-эффекта на Испанию.

### Итоги торгов по еврооблигациям: рост котировок на фоне низкой активности; в фаворитах – суверенные бумаги

На российском рынке еврооблигаций в четверг преобладала положительная динамика на фоне позитивного внешнего фона и низкой активности. Наилучшие результаты по итогам дня продемонстрировали суверенные выпуски в целом и рублевый евробонд РФ в частности.

В нефтегазовом секторе рост котировок был крайне незначительным, выделить можно лишь выпуски **Gazprom 19** и **Novatek 16**, прибавившие около 20 бп каждый. Во втором эшелоне бумаги Евраза попытались восстановить понесенные накануне потери, однако смогли сделать это лишь частично – **Evrax 18** и **Evrax 18N** подорожали в пределах 10 бп. В банковском секторе на фоне общего штиля выделился новый евробонд **Alfa-Bank 21**, увеличившись в цене на 20 бп.

Суверенный **Russia 30** подорожал на 20 бп до 116.25% от номинала. Спред **Russia 30 – UST10** сохранился на прежнем уровне, 132 бп, что было обусловлено сохраняющейся стабильностью в доходности **UST10**. Между тем рублевый суверенный евробонд вновь был «на коне» - **Russia 18R** подорожал почти на 90 бп до 105.78%. Поддержку выпуску вновь оказали увеличение цен на нефть и, как следствие, улучшившиеся перспективы укрепления рубля.

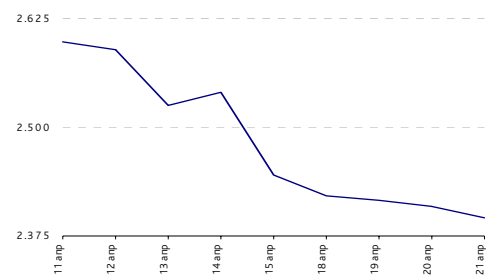
### Российский долговой рынок: ждем низкой активности торгов в связи с выходным днем в основных экономиках; не исключаем небольшого подъема на открытии

Сегодняшние торги на российском долговом рынке пройдут при крайне низкой активности, учитывая как традиционный фактор пятницы, так и официальный выходной по обе стороны Атлантики, а также в странах Азии. Однако небольшое увеличение котировок на открытии мы не исключаем, учитывая повышательный тренд основных рыночных индикаторов и сохраняющийся позитивный внешний фон.

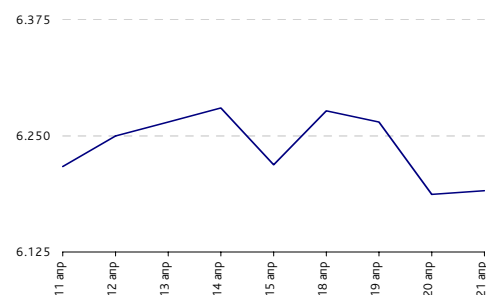
Азиатские торговые площадки (лишь на немногих из них сегодня рабочий день) демонстрируют разнонаправленную динамику. В то же время фьючерсы на американские фондовые индексы находятся в зеленой зоне - S&P500 прибавляет 0.15%. Поддержку российский рынок может получить и от цен на нефть. С утра в пятницу за бочку Brent дают уже более USD124.

Роман Дзугаев, [roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)  
☎ 647-23-64  
Алексей Тодоров, [aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)  
☎ 647-23-62

Brazil 40 (YTM)



Turkey 34 (YTM)





## ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

### Комфортный уровень ликвидности не сулит серьезного удорожания финансирования во время налогов, но кратковременный всплеск ставок возможен

После завершения накануне существенных налоговых платежей по НДС (около RUB130-140 млрд.) вчерашний торговый день для денежного рынка прошел ожидаемо более спокойно. Незначительные изменения претерпела лишь структура ликвидных активов на балансах Банка России – кредитные организации перевели часть средств с [корсчетов](#) (-RUB16.7 млрд. до RUB563.1 млрд.) на [депозиты](#) (+RUB20.2 млрд. до RUB614.3 млрд.). [Чистый запас ликвидности](#) (с учетом ОБР и за вычетом обязательств банков перед ЦБ) остается достаточно высоким RUB1.4 трлн., исключая угрозу серьезного удорожания финансирования во время налогов.

На фоне отчислений в казну повышенный спрос на рублевые средства уже предсказуемо усилил напряженность в отдельных сегментах денежного рынка, приведя к небольшому подъему стоимости привлечения. В течение всего дня средства по [межбанковским кредитам](#) на 1 день торговались несколько дороже, чем накануне, составляя с утра 3.0-3.25%, днем 3.1-3.15% и закрываясь выше стоимости депозитов овернайт с ЦБ – по 3.0-3.05%. Рост потребности в ликвидности в сегменте междилерского РЕПО на 1 день выражался увеличением торговых оборотов на 10% в секции госбумаг, однако средняя стоимость привлечения осталась прежней – 3.55% по сделкам [под залог ОФЗ](#) и 3.47% – под залог облигаций [1-го эшелона](#).

Невостребованность средств на вчерашнем аукционе **ОБР-18** – размещение RUB2.1 млрд. из заявленных RUB25 млрд. никак не отразится на ликвидности. Основное негативное воздействие на ставки в ближайшее время окажут платежи по НДС и акцизам, основная масса отчислений по которому, вероятнее всего, пройдет сегодня. Предварительные платежи по налогу на прибыль организаций, который обещает быть не менее крупным, чем НДС – по нашим оценкам, RUB210-230 млрд., – поддержат повышательное давление на стоимость заимствований в начале следующей недели. На этом фоне в ближайшие дни мы ожидаем поэтапного существенного оттока ликвидности с возможным кратковременным ростом ставок, но не более чем на 0.2-0.4 п.п. Причем чистый фактический отток ликвидности из платежной системы, благодаря притоку рублевых средств с валютного рынка (в том числе из-за интервенций ЦБ), окажется несколько ниже, чем сам объем предстоящих до конца месяца налоговых платежей (суммарно RUB400-425 млрд.).

### Сегодня ждем минимальных отклонений курса рубля от текущих значений ввиду низкой активности торгов на фоне пасхальных выходных на зарубежных площадках

Стоимость бивалютной корзины, составляя RUB33.75 на открытие, подавляющую часть торговой сессии плавно опускалась (не без участия со стороны продаж валютной выручки экспортеров под налоги и подросшего аппетита к риску), достигнув под конец дня минимума RUB33.63, после чего скорректировалась вверх до RUB33.7 на закрытие.

Несмотря на сохранение положительного внешнего фона и растущей цены на нефть, сегодня мы не ожидаем существенных отклонений курса рубля против бивалютной корзины от текущих уровней ввиду предполагаемой слабой активности торгов FX из-за пасхальных выходных в США и Европе.

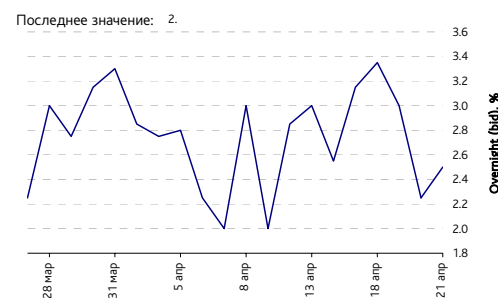
### Рублевые облигации: покупки на вторичном рынке в четверг, ОФЗ 26205 вновь возвращается к цене размещения, по-прежнему сравнительно невысокий объем торгов в первом эшелоне

Цены рублевых облигаций на вторичном рынке в четверг росли. В сегменте ОФЗ существенные обороты были отмечены в размещавшемся на аукционе Минфина в среду **ОФЗ 25076** (+4 бп), вслед за которым на сопоставимых объемах покупался близкий по дюрации выпуск **ОФЗ 25068** (+11 бп).

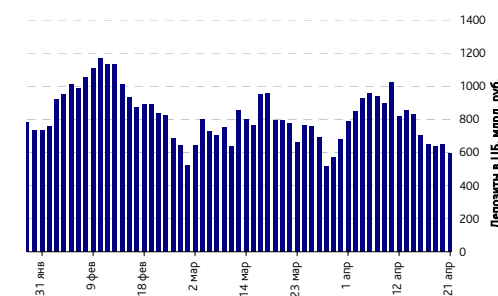
В средней части суверенной кривой традиционно активно торговался **ОФЗ 26204** (+13 бп), ликвидный рынок присутствовал и в **ОФЗ 26203** (+2 бп). 10-летний **ОФЗ 26205** в четверг закрылся на уровне 98.34% от номинала (+13 бп, УТМ 7.70%), приблизившись к цене размещения, составлявшей 98.41% от номинала.

В первом эшелоне из традиционно ликвидных выпусков покупались бонды Алросы – **Алроса-23** (+19 бп), **Алроса-21** (+24 бп). Разнонаправленно

### Ставка overnight (максимум, bid)



### Депозиты в ЦБ РФ





отторговались выпуски Газпром нефти – наибольший объем сделок присутствовал в Газпром нефть БО-5 (-31 бп).

В выпусках второго эшелона активность была существенно выше и в основном формировалась металлургическими выпусками – наиболее торгуемым был Северсталь БО-1 (-8 бп), достаточно активный рынок присутствовал в бумагах Сибметинвеста.

### Компания «РусГидро» (Ba1/BB+/BB+) успешно разместила рублевые облигации; рублевый евробонд эмитента выглядит крайне привлекательно

РусГидро вчера закрыла книгу заявок на 2 новых выпуска рублевых облигаций совокупным объемом RUB15 млрд. и 5-летней офертой, установив ставку купона на уровне 8.00% годовых. Соответствующий уровень доходности в 8.16% годовых означает, что новые рублевые облигации разместились с премией к кривой ФСК в размере около 45-50 бп и фактически без премии к обращающимся рублевым еврооблигациям РусГидро.

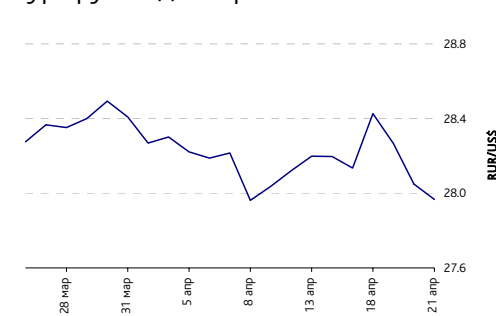
На наш взгляд, размещение нового публичного долга компании прошло крайне успешно, а высокий интерес инвесторов к облигациям компании лишний раз подтверждает тот факт, что кредитные риски РусГидро оцениваются локальными игроками практически наравне с рисками компаний инвестиционной категории.

Мы уже не проводим существенных различий в кредитном качестве РусГидро и ФСК и ждем, что новые выпуски компании опустятся на кривую рублевых бумаг ФСК в ближайшем будущем. Кроме того, рублевый евробонд РусГидро станет торговаться с дисконтом до 50 бп к вышеупомянутой кривой. Вполне возможно, что осмысление рынком изменившегося кредитного качества РусГидро займет какое-то время, но мы верим, что оно не будет долгим: повышение рейтингов РусГидро в течение ближайшего года до инвестиционной категории приведет к компрессии спредов РусГидро – ФСК.

Более подробно наше мнение относительно кредитного качества РусГидро и перспектив его публичных долгов отражено в специальном обзоре от 21.04.2011 [«РусГидро \(Ba1/BB+/BB+\) увеличивает присутствие на публичном долговом рынке»](#)

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  
Дмитрий Турмышев, [dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)  
☎ 647-25-89

Курс рубль/доллар



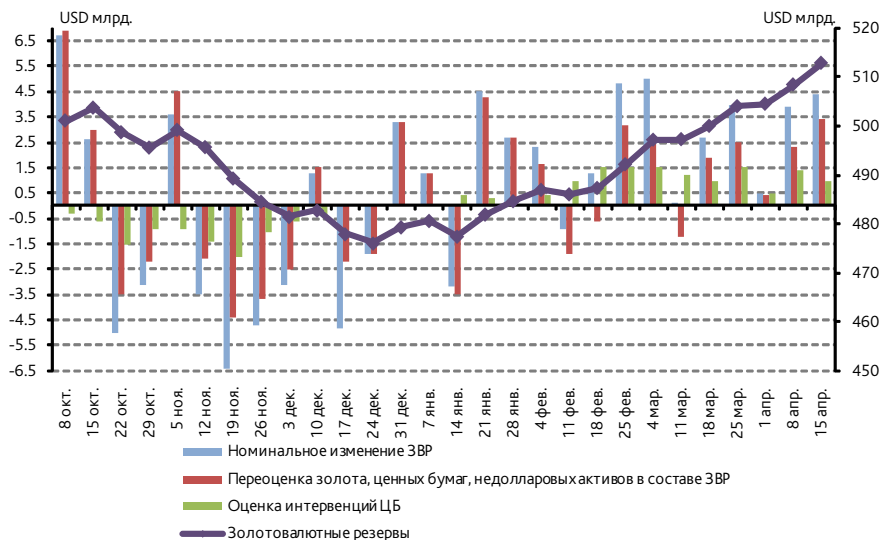


## МАКРОЭКОНОМИКА

### Интенсивность интервенций ЦБ остается прежней; отток капитала продолжается; поводов для укрепления рубля все меньше

Согласно опубликованным вчера данным, международные резервы РФ за неделю с 8 по 15 апреля 2011 г. выросли на USD4.4 млрд. – до USD512.8 млрд.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ЗВР, 2010-2011 ГГ.



Источник: ЦБ, НБ «Траст»

### КОММЕНТАРИЙ

Прирост международных резервов в сравнении с 8 апреля оказался весьма значительным – USD4.4 млрд., из которых чуть более USD3.0 млрд. было обеспечено валютной переоценкой (USD2.95 млрд., USD0.1 млрд., USD0.2 млрд. – от удорожания евро, британского фунта и переоценки резервов в иене и канадском долларе соответственно). Примерно USD0.4 млрд. прироста ЗВР объясняется чистым итогом от переоценки ценных бумаг, входящих в состав международных резервов.

Исходя из анализа изменения стоимости ЗВР и динамики курса рубля к бивалютной корзине, оставшуюся сумму – около USD1.0 млрд., образуют интервенционные покупки валюты Банком России, недельный объем которых вполне согласуется с предполагаемой ранее ежедневной величиной интервенций в размере USD200–250 млн.

Прежняя интенсивность интервенций, то есть отсутствие увеличения объемов внутрисуточных покупок валюты регулятором, не обязательно говорит о сохранении той же интенсивности оттока капитала, как и месяцем ранее. Более того, велика вероятность, что отток капитала в апреле окажется несколько меньше USD4.3 млрд., зафиксированных ЦБ в марте, однако этот положительный эффект, по всей видимости, нивелируется растущим импортом, сужающим профицит текущего счета, что уже приводит к тенденции стабилизации курса рубля к бивалютной корзине после его заметного укрепления в начале года.

Мария Помельникова, [maria.pomelnikova@trust.ru](mailto:maria.pomelnikova@trust.ru)  
☎ 789-35-94



## ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

### МЕТАЛЛУРГИЯ

**Ferrexpo (B2/B+/B): возможная покупка со стороны мировых грандов опустила спред Ferrexpo 16 к суверенной кривой до рекордных для украинских корпоративных заемщиков уровней; дальнейший потенциал к росту ограничен**

*Сегодня Daily Mail опубликовала статью о том, что сразу два мировых лидера претендуют на покупку 51% акций Ferrexpo у его нынешнего держателя – украинского бизнесмена Константина Жеваго. По сообщению издания, совладелец крупнейшего сталепроизводителя в мире – ArcelorMittal – Лакшми Миттал предложил бизнесмену выкупить пакет, исходя из оценки компании в USD6.3 млрд. Кроме того, СМИ сообщают о том, что бразильская горнорудная компания Vale может предложить даже более высокую оценку, а в число претендентов на Ferrexpo входит еще и Rio Tinto.*

### КОММЕНТАРИЙ

Очевидно, что покупка компании одним из лидеров мировой горно-металлургической отрасли стала бы позитивной для компании с кредитной точки зрения. При оцениваемом нами уровне долга Ferrexpo в USD1 млрд, возможность финансовой поддержки столь крупных акционеров (годовые прибыли которых исчисляются миллиардами долларов) вряд ли подвергалась бы сомнению инвесторами. Впрочем, отметим, что и самостоятельно кредитное качество Ferrexpo мы рассматриваем как сильное по меркам украинских эмитентов.

В случае покупки контроля в украинской компании одним из трех упомянутых претендентов единственным риском для еврообонда стал бы страновой. На наш взгляд, это сильно ограничивает потенциал для дальнейшего роста **Ferrexpo 16**. На сегодняшних новостях еврообонд **Ferrexpo 16** уже сократил премию к суверенной кривой и **Ukraine 16** до 60 бп. Размещенный около месяца назад еврообонд взлетел за вчерашний день на 3.5 п.п. Сейчас его можно продать по 104.4%.

Традиционно выпуски локальных эмитентов СНГ торгуются выше суверенной кривой, даже если их покупают транснациональные игроки. Пример – рублевые бумаги Вимм-Билль-Данн по-прежнему предлагают 100 бп премии к кривой ОФЗ, даже после покупки контроля со стороны PepsiCo. После покупки Total SA доли (хоть и всего в 12% с возможностью доведения до 20%) выпуски Новатэка опустились до одного уровня с бумагами Лукойла, однако и им до суверенной кривой еще далеко.

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

### ПРОМЫШЛЕННОСТЬ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ РЫНОК

**Черкизово (Moody's: B2) начнет крупный инвестиционный проект; совокупный долг компании удвоится; облигации эмитента уже выглядят перекупленными**

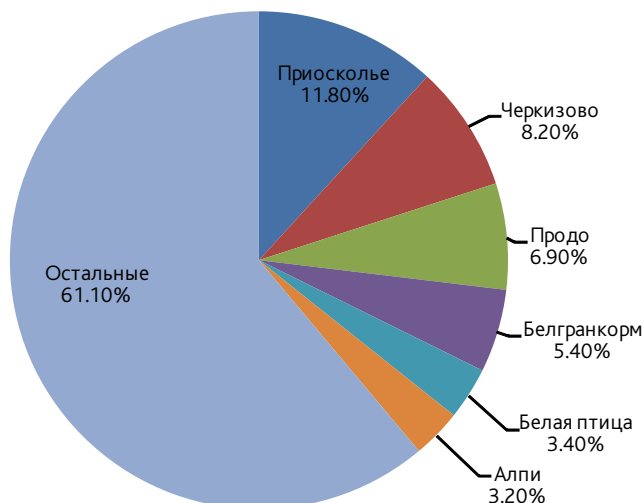
*По сообщению Ведомостей, Черкизово планирует начать крупный инвестиционный проект в Липецкой области. Компания построит птицеводческий комплекс, который по выходу на проектную мощность в 2015 г. позволит Черкизово занять лидирующие позиции в сегменте производства мяса птицы.*

### КОММЕНТАРИЙ

В конце марта текущего года Черкизово уже заявила о приобретении крупного вертикально интегрированного игрока отрасли – Моссельпрома. Это приобретение должно было увеличить долю компании на рынке мяса с 7% до 9%. Строительство же нового комплекса позволит Черкизово нарастить объемы производства курятины сразу почти на 70% (с нынешних 300 тыс. тонн в год до 500 тыс. тонн в конце 2015 г.) и выйти в лидеры по производству мяса птицы в России даже с учетом запланированного расширения производства ближайшего конкурента «Приосколье».



ДИАГРАММА. ДОЛИ ИГРОКОВ НА РЫНКЕ МЯСА ПТИЦЫ НА КОНЕЦ 2009 Г.



Источники: данные компании

Совокупные затраты на этот проект запланированы в размере около RUB19.5 млрд., лишь 20% из которых компания планирует финансировать из собственных средств. Остальные средства будут предоставлены в виде 10-летнего кредита в размере RUB15.6 млрд. Исходя из этих данных, долговая нагрузка Черкизово должна вырасти существенно: на конец 2010 г. совокупный долг компании составлял около RUB19.7 млрд. По заявлению менеджмента, долговая нагрузка в терминах «Долг/ЕБИТДА» на пике затрат на строительство может превысить значение 4.0х, но к 2015 г. компания планирует постепенно сократить ее до 3.0х и ниже. Отметим, что благодаря существенным государственным субсидиям предприятиям АПК, Черкизово получает значительные дотации, что уменьшает эффективную ставку по привлекаемым кредитам. Не станет исключением и кредит для реализации запланированного инвестиционного проекта: по словам менеджмента компании, эффективная ставка по нему не должна превысить 1%.

Компания ранее заявляла, что капитальные затраты в 2011 г. должны будут составить около RUB7.5-8.0 млрд., с учетом же объявленного инвестиционного проекта долговая нагрузка компании в ближайшие 2-3 года будет находиться на очень высоком уровне.

На рублевом рынке присутствует 2 выпуска облигаций Черкизово, и оба они не отличаются высокой ликвидностью. Причина этого, в частности, кроется в том, что из совокупного объема размещенного в ноябре выпуска **Черкизово БО-3** в рынок ушла только половина. Уже сейчас оба бонда Черкизово выглядят перекупленными при премии к кривой ОФЗ всего в 200 бп, а после объявления о планах увеличения совокупного долга почти в 2 раза вполне можно ожидать увеличения доходности этих бумаг.

Дмитрий Турмышев, [dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)  
☎ 647-25-89

#### БАНКИ И ФИНАНСЫ

### S&P повысило рейтинг Внешпромбанку (B2/B/NR) на одну ступень до «В»; считаем недооцененным наиболее ликвидный выпуск эмитента

Вчера рейтинговое агентство S&P повысило рейтинг Внешпромбанку до «В» с «В-», установив «стабильный» прогноз. В качестве основных позитивных тенденций аналитики отмечают рост масштабов бизнеса банка при сохранении приемлемого качества активов и комфортной позиции ликвидности.

К ограничивающим факторам дальнейшего повышения рейтингов агентство относит низкий уровень прибыльности (ROA 0.8% в 2010) и маржинальности деятельности (NIM 2.12%, по оценкам S&P), а также высокий уровень концентрации депозитов крупных клиентов (80%).

#### КОММЕНТАРИЙ

Мы позитивно относимся к действиям S&P и считаем новость хорошим поводом обратить внимание на бумаги банка.



В 1К 2011 банк продолжил демонстрировать опережающие рынок темпы прироста кредитного портфеля (+14% до RUB35.5 млрд.), сохраняя высокий уровень качества активов. Так, по данным РСБУ, просроченные кредиты свыше 1 дня составляют менее 0.5% в портфеле, что обусловлено преобладанием кредитов корпоративным клиентам (80% от всех кредитов). При этом основным источником финансирования выступил существенный запас ликвидности. Отметим, что доля денежных средств и эквивалентов по-прежнему значительна и достигает, по нашим оценкам, 34% от активов на 01.04.2011.

На данный момент в обращении находится 2 серии рублевых облигаций. Относительно ликвидный выпуск **Внешпромбанк БО-1** торгуется ниже номинала с доходностью УТР 9.83% к оферте в ноябре этого года. Мы считаем текущие уровни бумаг недооцененными относительно облигаций банков с сопоставимыми кредитными рейтингами и видим справедливое значение доходности на 30-50 бп ниже.

*Юлия Сафарбакова, [yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)  
☎ 647-23-59*



## Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон, %	Лет до погашения/оферта	УТМ / УТР, %
ВЭБ-Лизинг-3	5000	7.5	10 / 3	NA / 7.64
ВЭБ-Лизинг-4	5000	8.6	10 / 5	NA / 8.79
ВЭБ-Лизинг-5	5000	8.6	10 / 5	NA / 8.79
НФК Банк-16о	2000	10	3 / 1	NA / 10.25
МосковКредБанк-46о	4000	8	3 / 1	NA / 8.16
РУСАЛ Братск-8	15000	8.5	10 / 4	NA / 8.68
АИЖК-19	6000	7.7	14 / 4	NA / 7.93
Ярославская Обл-34010	3000	8	3	8
Крайинвестбанк-16о	1500	9.25	3 / 1	NA / 9.46
Татфондбанк-26о	2000	8.75	3 / 1	NA / 8.94

## Налоговые выплаты

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

## Ближайшие выпуски

Ориентир. Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/оферта
22 апр 11	Оборонпром-1	21091	8	9
25 апр 11	РусГидро-1	10000	TBD	10
25 апр 11	РусГидро-2	10000	TBD	10
26 апр 11	Комос Групп-16о	1500	TBD	3
26 апр 11	ХКФБанк-16о	3000	TBD	3 / 1
26 апр 11	ХКФБанк-36о	4000	TBD	3 / 2

## Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/ Погашение
25 апр 11	Газпром нефть-4	10 000	16.7	8.2	10 апр 18
25 апр 11	Мой Банк-5	5 000	12.96	10	19 апр 12
25 апр 11	МосСельПром-2	1 500	14	12.25	12 апр 12
26 апр 11	Каспийская энергия	1 000	15.8	12.5	24 апр 12
26 апр 11	ПромТрактор-3	5 000	18	18	1 авг 11
26 апр 11	ЧТПЗ-3	8 000	8	8	24 апр 12
27 апр 11	Разгуляй Фин.-5	2 000	0	0	17 июл 11
29 апр 11	Первобанк-16о	1 500	10	8.1	25 апр 12
5 май 11	БИН Банк-2	1 000	10.5	8.85	28 окт 11
5 май 11	МКБ-5	2 000	8.5	7.4	25 апр 12
16 май 11	РосБанк -5	5 000	12	7.4	7 ноя 14
16 май 11	РосБанк-3	5 000	12	6.9	6 ноя 13
18 май 11	РЖД-09	15 000	0.1		
19 май 11	МТС-4	15 000	16.75		
20 май 11	Авангард Банк-3	1 500	9.25		
20 май 11	Белон-2	2 000	17	17	25 авг 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.