

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- Рост числа проданных новостроек в **США** в декабре был рекордным с 1992 г.; показатели в целом за 2010 г. не столь оптимистичны; стимулы Федрезерва все еще оправданы
- Итоги **заседания ФРС**: регулятор вновь констатировал подавленность рынка жилой недвижимости, что шло вразрез с опубликованными ранее декабрьскими продажами нового жилья – в итоге заметные продажи в UST
- Дефицит **бюджета США** может вырасти до USD1.5 трлн.; потолок госдолга вновь придется пересматривать; ждем отложенного негативного влияния на рынок UST
- **Евро** торгуется к доллару вблизи **максимума** за два месяца; вероятная причина – временный позитив на рынке госдолга; Трише смягчил тон по инфляции; не видим причин для повышения ставок
- В среду наблюдались продажи как корпоративных, так и суверенных еврооблигаций; **спред Russia 30 – UST 10** сузился до 140 бп
- **Новатэк** объявил ориентиры: предложение интересно
- **ВТБ** и **ВЭБ** озвучили планы по заимствованиям на 2011; обращаем внимание на евробонды **Сбербанка** (стр. 2-3)
- **ВымпелКом** разместил **5- и 10-летние евробонды** объемом USD500 млн. и USD1 млрд. соответственно; доходность была установлена на уровне **+425 бп к свопам**. На этом фоне 5-летний бонд выглядит более привлекательно.

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- Ожидаем подъема **деpositных ставок** на **25 бп** в **январе**, начала цикла повышения **всех ставок** с **февраля** – с шагом 25 бп в месяц, всего на **75-100 бп** до конца 1П 2011 г.
- Исход **аукциона ОФЗ 25077** не оправдал ожиданий
- **Ликвидности** в избытке несмотря на налоги; **ставки** оттока средств не ощущают
- **Газпром нефть** вновь выходит на рынок
- **Кредит Европа Банк** выпускает рублевые бонды; вторая попытка выглядит более успешной
- **СБ банк** – ждем рублевых облигаций (стр. 4-5)

МАКРОЭКОНОМИКА

- Замедление **недельной инфляции** до **0.4%** в рамках ожиданий; опасаемся разгона **годовой инфляции** до **11%** в марте-апреле и последующей **реакции ЦБ** (стр. 6)

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- **Аэрофлот**: влияние транспортного коллапса на итоги 2010 года ожидаемо минимальны; ждем умеренно-негативной динамики в 2011
- **Дикси** - неплохие операционные результаты за 2010 г; ждем нового предложения бондов
- **ЧТПЗ**: может привлечь USD470-620 млн от IPO; позитивно, но бонды уже отыграли эту идею (стр. 7-8)
- Владелец Итеры Игорь Макаров в интервью «Коммерсанту» подтвердил ожидания рынка: его доля в Сибнефтегазе не будет продана **Новатэку**; умеренный позитив для последней

СЕГОДНЯ

- Статистика ЕС: доверие потребителей
- Статистика США: незавершенные продажи жилья, заказы на товары длительного пользования

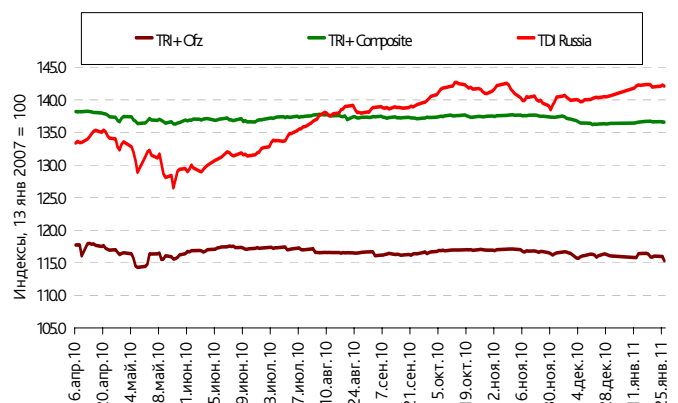
КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	Value	Д Day	Д Month	Д YTD
EMBI+Rus spread	↓ 189.00	-9.00	-11.00	-10.00
EMBI+ spread	↓ 238.59	-8.75	-6.07	-2.54
Russia 30 Price	↓ 115.55	- 1/8	+ 2/8	- 1/8
Russia 30 Spread	↓ 140.30	-4.80	-12.90	-8.20
Russia 5Y CDS	↑ 139.66	+0.65	-7.10	-6.84
UST 10y Yield	↑ 3.413	+0.06	+0.07	+0.08
BUND 10y Yield	↑ 3.183	+0.04	+0.17	+0.26
UST 10y/2y Yield	↑ 279.2	+4	+9	+5
Mexico 33 Spread	↓ 224	-3	-10	-8
Brazil 40 Spread	↑ 159	+4	+202	+209
Turkey 34 Spread	↓ 281	-2	+25	+24
ОФЗ 26199	↓ 5.99	-0.03	-0.10	-0.25
Москва 50	↓ 5.78	-0.10	-0.08	-0.11
Мособласть 8	↓ 7.88	-0.02	-0.58	-0.64
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	0.00
МТС 3	↑ 7.72	+0.11	+0.24	+0.26
Руб / \$	↓ 29.777	-0.075	-0.495	-0.574
\$ / EUR	↑ 1.370	+0.001	+0.047	+0.035
Руб / EUR	↑ 40.720	0.157	0.697	0.232
NDF 1 год	↑ 4.930	+0.020	+0.110	+0.230
RUR Overnight	↑ 2.35	+0.4	-0.2	
Корсчета	↑ 514.2	+31.20	-347.50	-374.10
Депозиты в ЦБ	↓ 795.0	-186.40	+566.50	+225.40
Сальдо опер. ЦБ	↓ 348.30	-35.50	+270.30	+412.10
RTS Index	↑ 1893.97	+1.59%	+7.19%	+6.85%
Dow Jones Index	↑ 11985.44	+0.07%	+3.45%	+2.70%
Nasdaq	↑ 2739.50	+0.74%	+2.72%	+1.78%
Золото	↑ 1344.93	+0.88%	-4.79%	-4.94%
Нефть Urals	↑ 94.21	+3.21%	+3.21%	+2.18%

TRUST Bond Indices

	TR	Д Day	Д Month	Д YTD
TRIP High Grade	↓ 246.55	-0.06	1.58	0.98
TRIP Composite	↓ 234.43	-0.06	0.40	0.24
TRIP OFZ	↓ 183.21	-1.02	-1.34	-0.80
TDI Russia	↓ 222.70	-0.23	2.43	0.45
TDI Ukraine	↓ 223.91	-0.19	4.43	1.61
TDI Kazakhs	↓ 183.42	-0.11	3.25	1.55
TDI Banks	↓ 221.23	-0.18	2.43	0.46
TDI Corp	↓ 235.59	-0.36	3.35	0.89

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices





ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Рост числа проданных новостроек в США в декабре был рекордным с 1992 г.; показатели в целом за 2010 г. не столь оптимистичны; стимулы Федрезерва все еще оправданы

Как стало известно накануне, продажи новостроек в США в декабре выросли на помесечной основе на максимальную с 1992 года величину - 17.5%. Участники рынка с воодушевлением восприняли данную информацию – индекс DJIA в ходе торгов поднялся выше отметки 12000 пунктов – впервые с июня 2008 года. Тем временем, котировки UST оказались под давлением, а доходность десятилетних бумаг повысилась до 3.44%.

Несмотря на столь резкое улучшение показателей рынка жилья за декабрь прошлого года, мы хотели бы отметить, что в целом за 2010 г. продажи новостроек в США сократились на 14%, что не позволяет говорить об устойчивом восстановлении данного сегмента американской экономики и, с нашей точки зрения, оправдывает продолжение ФРС стимулирующей политики.

Итоги заседания ФРС: регулятор вновь констатировал подавленность рынка жилой недвижимости, что шло вразрез с опубликованными ранее декабрьскими продажами нового жилья – в итоге заметные продажи в UST

Как мы и предполагали ранее (см. специальный обзор от 14 января «Бежевая книга: оснований для неожиданных итогов заседания FOMC 25-26 января нет»), неожиданные решения в монетарной сфере не стали итогом двухдневного заседания Комитета по операциям на открытом рынке. В то же время, повод для продаж в UST вчера нашелся (равно как их в долларах, что нашло отражение в динамике USD Index) – вышеотмеченная публикация декабрьской статистики по продажам на рынке первичного жилья, которые в абсолютном выражении являются 8-месячным максимумом с апреля 2010 г., когда высокая цифра продаж стала следствием действия программы предоставления налоговых льгот при покупке недвижимости.

Опубликованный же вчера в 22.15 МСК [пресс-релиз](#) ФРС, обозначив «заметные улучшения» на рынке труда, оставил без внимания декабрьский рост продаж новостроек – Reuters со ссылкой на трейдеров сообщил, что причиной нежелания рынка покупать UST является именно объявленная позиция ФРС в части рынка жилья. В итоге к закрытию американской сессии доходность UST 10 выросла до 3.44%. Позиция регулятора в части ставок и количественных объемов выкупа UST и реинвестирования поступлений от погашения агентских бумаг на балансе ФРС в UST осталась неизменной.

Дефицит бюджета США может вырасти до USD1.5 трлн.; потолок госдолга вновь придется пересматривать; ждем отложенного негативного влияния на рынок UST

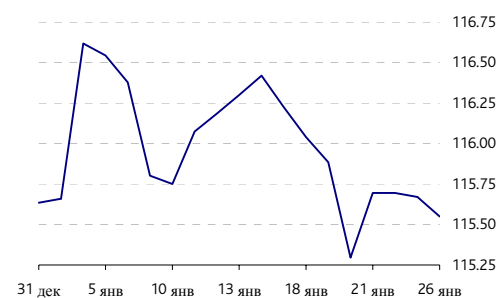
Согласно опубликованному в среду полугодичному отчету Бюджетного управления Конгресса, дефицит бюджета США в текущем финансовом году может достичь USD1.5 трлн. против USD1.3 трлн. в 2009/2010 финансовом году. В целом, по прогнозам Управления, за предстоящее десятилетие совокупный дефицит бюджета составит USD12 трлн., если налоговые льготы будут продлены дальше 2012 г.

Данные Бюджетного управления вызывают у нас тревогу, особенно учитывая тот факт, что долговая нагрузка США уже в течение ближайших месяцев может достичь установленного только в прошлом году потолка – USD14.3 трлн. Призывы Минфина срочно рассмотреть вопрос о его очередном повышении уже столкнулись с сопротивлением со стороны республиканцев, а обозначенные Барак Обама в послании к нации меры по снижению госрасходов вряд ли можно рассматривать как серьезную заявку на сокращение бюджетного дефицита.

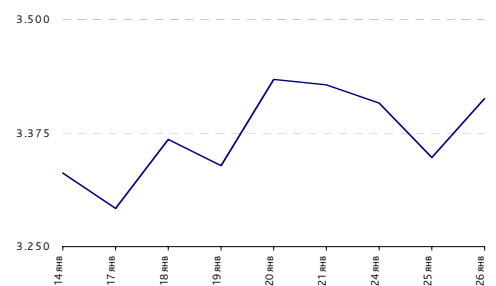
Мы не ждем немедленного повышения ставок по инструментам американского госдолга в связи с данной информацией, однако хотели бы отметить вероятность постепенного увеличения доходности UST в долгосрочной перспективе в случае, если инвесторам не будет представлен эффективный план по сокращению дефицита бюджета США.

Евро торгуется к доллару вблизи максимума за два месяца; вероятная причина – временный позитив на рынке госдолга; Трише смягчил тон по инфляции; не видим причин для повышения ставок

Russia 30 (Price)



US Treasuries 10 Year (YTM)





Единая европейская валюта в четверг продолжает удерживаться вблизи максимальной за два месяца отметки к доллару – 1.3722 доллара за евро. Можно предположить, что укрепление евро к доллару, наблюдаемое в последнее время, связано с рыночными ожиданиями ужесточения политики ЕЦБ на фоне роста инфляции в регионе. Тем не менее, мы полагаем, что данная динамика скорее связана с общим снижением напряженности (с нашей точки зрения, временным) вокруг долговых проблем валютного союза, вызванных, среди прочего, успешно проведенным накануне аукционом по гособлигациям одной из стран PIIGS – Италии.

В поддержку данной точки зрения говорят также сделанные накануне главой ЕЦБ заявления. Глава регулятора вновь затронул тему инфляции, однако тон его речи был гораздо более мягким. Также Трише косвенно дал понять, что ЕЦБ был бы заинтересован в предоставлении европейскому фонду финансовой стабильности (EFSF) права выкупа гособлигаций проблемных стран. Это позволит ЕЦБ сосредоточиться на его непосредственной задаче – обеспечении ценовой стабильности, однако, с нашей точки зрения, не приведет к повышению ставок или сокращению стимулирующих мер регулятора в среднесрочной перспективе.

В среду наблюдались продажи как корпоративных, так и суверенных еврооблигаций; спред Russia 30 – UST 10 сузился до 140 бп

На рынке корпоративных еврооблигаций в среду сформировалась отрицательная динамика. Существенно подешевели, в частности, длинные бонды Газпрома (40-50 бп), Лукойла (60-65 бп) и ТНК-ВР (40-70 бп). Не пользовались спросом на рынке также бумаги Евраз, Северстали и ТМК, показавшие снижение стоимости в пределах 10-50 бп. В минусе оказались также евробонды МТС, РЖД и Совкомфлота, в то время как долгосрочные бумаги Вымпелкома выбились из общего тренда, увеличившись в цене на 20 бп. В банковском секторе наблюдались умеренные продажи. Так, просели облигации Банка Москвы (20 бп) и ВЭБа (40 бп). Умеренный негатив наблюдался также по бондам Газпромбанка и Сбербанка, подешевевших на 10 бп.

Инвесторы в среду предпочли также избавиться и от суверенных российских бумаг. Так, Russia 30 просела в цене на 12 бп до 115.55% от номинала. Между тем, спред Russia 30 – UST 10 сузился до 140 бп, что было вызвано опережающим ростом доходности американских бумаг по сравнению с российскими.

Новатэк (Baa3/BBB-/BBB-) объявил ориентиры: предложение интересно

Сегодня утром был объявлен прайсинг по двум выпускам евробондов Новатэка (5 и 10 лет). Спред к свопам по обеим бумагам составит 325 бп, что при текущих уровнях кривой транслируется в доходность 5.46% на 5 лет и 6.76% – на 10 лет. Таким образом, спред к бумагам Лукойла и кривой Газпрома составляет 70-80 бп, а z-спреды больше, чем у соответствующих выпусков крупнейших отечественных компаний на 50-70 бп.

Мы считаем, что это довольно щедрая премия, а фундаментально обоснованы не более 30 бп премии.

ВТБ (Baa1/BBB/BBB) и ВЭБ (Baa1/BBB/BBB) озвучили планы по заимствованиям на 2011; обращаем внимание на евробонды Сбербанка (Baa1/NR/BBB)

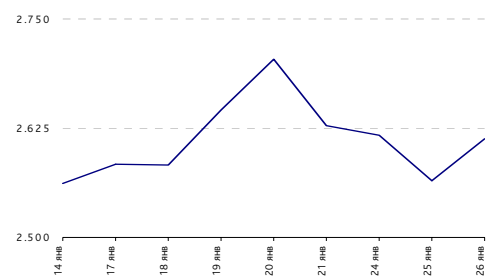
Вчера ВТБ подтвердил свои планы относительно объемов заимствований на 2011 год в размере 5 млрд. При этом уже в первом квартале банк намерен провести размещения облигаций на азиатских и европейских рынках, а объем выпуска составит не менее USD1 млрд., как сообщил в среду финансовый директор банка Герберт Моос.

К тому же, сегодня ВЭБ озвучил намерения занять в 2011 г. около USD8 млрд., в том числе порядка USD1 млрд. в рублях. Напомним, что в январе ВЭБ уже выпустил CHF400 млн. евробондов.

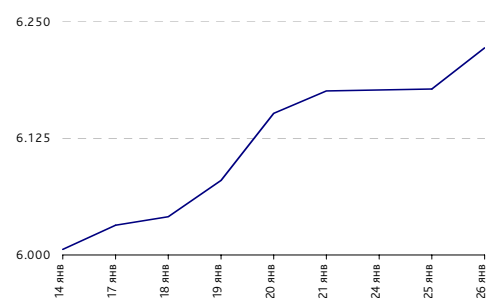
В этой связи, более скромные планы на 2011 год по займам на долговых рынках у Сбербанка (USD2-4 млрд.) повышают привлекательность инвестиций в евробонды банка в качестве альтернативы суверенным выпускам.

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

Brazil 40 (YTM)



Turkey 34 (YTM)





ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Ожидаем подъема депозитных ставок на 25 бп в январе, начала цикла повышения всех ставок с февраля – с шагом 25 бп в месяц, всего на 75-100 бп до конца 1П 2011 г.

Высокие январские темпы инфляции объясняются не только сезонным повышением тарифов и неурожаем, но и последствиями динамичного роста денежной массы. Становится очевидным, что антиинфляционных мер одного лишь Минсельхоза для подавления инфляции может оказаться недостаточно, рано или поздно в игру должен вступить и ЦБ.

То, что Банк России в январе пойдет на повышение депозитных ставок еще на 25 бп, практически ни у кого уже не вызывает сомнений. Предметом споров остается лишь, когда ЦБ начнет повышать кредитные ставки. Дело в том, что повышение кредитных ставок в условиях избыточной ликвидности и низкой стоимости средств на межбанке для подавления роста денежного предложения сейчас малоэффективно. Однако, как только ликвидность начнет иссякать, а ее сокращение «не за горами» в связи с ростом налоговой нагрузки на компании, подъем кредитных ставок даст о себе знать в виде притормаживания роста промпроизводства и инвестиционной активности.

Поскольку рост экономики для Банка России имеет БОльший приоритет, с повышением кредитных ставок стоит повременить, отдав предпочтение депозитным ставкам, которые уже зарекомендовали себя как действенный способ стерилизации ликвидности. С момента их подъема 27 декабря на 25 бп к 20 января на депозиты ЦБ «перетекло» до RUB800 млрд. Вдобавок, повышение депозитных ставок выгодно тем, что увеличивает дифференциал между внутренними и зарубежными ставками, а значит стимулирует возобновление притока капитала в страну.

В сложившихся условиях, наиболее вероятным сценарием мы видим повышение депозитных ставок еще на 25 бп. в январе, а вот начало цикла подъема всех ставок (включая кредитные) с февраля – с шагом по 25 бп в месяц, всего на 75-100 бп в течение 1П 2011 г. Причем в случае повышения 31 января не только депозитных ставок, но и ставки рефинансирования или ставок РЕПО, сильной негативной реакции на долговых рынках, на наш взгляд, опасаться не стоит, поскольку и этот сценарий уже заложен в ожиданиях рынка.

Исход аукциона ОФЗ 25077 не оправдал ожиданий

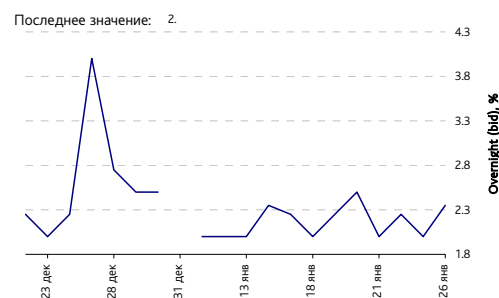
Вопреки нашим ожиданиям, рыночные опасения по поводу роста ставок оказались сильнее аргументов высокой ликвидности и предоставления премии со стороны Минфина. При доходности 7.63% (фактически верхняя граница заявленного диапазона 7.5-7.65%) ведомству удалось разместить лишь RUB7.4 млрд. из RUB30 млрд. заявленного объема. Таким образом, сценарий первого аукциона года повторить не удалось. После появления ориентиров, в лучших традициях осени 2010 г., вторичный рынок предпочел скорректироваться, подстроившись под цифры Минфина.

Ликвидности в избытке несмотря на налоги; ставки оттока средств не ощущают

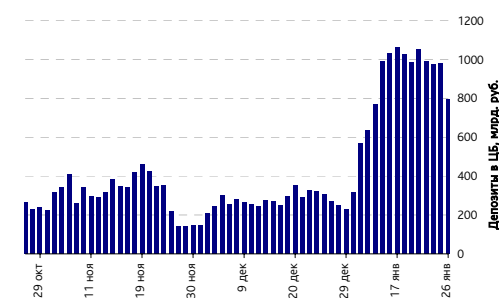
Благодаря избытку ликвидности денежный рынок спокойно переживает налоговые выплаты и другие изъятия ликвидности, реакция на которые со стороны ставок минимальна. Вчерашний возврат Минфину RUB69.4 млрд. с и фонду ЖКХ RUB5 млрд. с депозитов банков вкпе с провальными результатами аукциона ОФЗ (размещено RUB7.4 млрд. из RUB30 млрд. заявленных), были неспособны существенно повлиять на величину остатков на корсчетах и депозитах, которая снизилась в сумме всего на RUB51 млрд. (-RUB38.9 млрд. с [корсчетов](#) и -RUB12.0 млрд. с [депозитов](#)) до RUB1.26 трлн.

Как и ожидалось, подъем стоимости средств овернайт на межбанке оказался кратковременным. Торгуясь днем по 2.65-2.85%, ставки по МБК к вечеру традиционно снизились до 2.25-2.5%. Поводом для оптимизма служит и то, что наиболее чувствительный к изъятиям ликвидности сегмент междилерского РЕПО на 1 день [под залог ОФЗ](#) и облигаций [первого эшелона](#) также не ощущает оттока ликвидности - ставки здесь по-прежнему держатся на локальном минимуме 3.25-3.27%.

Ставка overnight (максимум, bid)



Депозиты в ЦБ РФ





Ситуация с ликвидностью и ставками денежного рынка обещает оставаться комфортной вплоть до уплаты предварительных платежей по налогу на прибыль (до 28 января). Впрочем, объем выплат по нему в этом месяце (порядка RUB100 млрд. по нашим оценкам) не сопоставим с имеющимся запасом ликвидности, оттого угрозы для денежного рынка не представляет. Помимо этого, в силу небольшого объема платежей по налогу на прибыль, мы ожидаем что поддержка рублю со стороны продажи валютной выручки под уплату этого налога будет скромной.

Газпром нефть (Ваа3/BBB-/NR) вновь выходит на рынок

Сегодня утром нефтяная дочка Газпрома открыла книгу заявок на три своих выпуска **Газпром нефть-8..10** по RUB10 млрд. каждый. Книга будет открыта до 4 февраля. Всего в августе 2010 года было зарегистрировано выпусков на RUB50 млрд.

Новость не должна была стать неожиданностью для рынка, в последнее время активность компании в сделках M&A вновь повысилась. Вместе с Новатэком был приобретен контроль в СеверЭнергии (около USD900 млн.), СМИ активно обсуждают возможный выкуп пакета Москвы в Московском НПЗ (оценка – USD750 млн.) и потенциальную покупку польской Lotos Group (800 млн.). Вероятность последних сделок повышается в связи с текущими размещениями.

На наш взгляд, оценка рынка не должна сильно отличаться от текущих уровней торгуемых выпусков. Даже с учетом большого предложения бумаг спред к кривой Газпрома вряд ли превысит 30 бп.

Кредит Европа Банк (Ва3/NR/BB-) выпускает рублевые бонды; вторая попытка выглядит более успешной

Вчера Кредит Европа Банк открыл книгу на покупку 6-ой серии 3-летних облигаций на сумму RUB4 млрд. Индикативный купон в 8.4-8.9% обеспечивает доходность YTP 8.58-9.10% к оферте через 1.5 года. Книга будет открыта до 11 февраля, а размещение запланировано на 15 февраля 2011 г.

Предложенные ориентиры мы находим справедливыми, считая перекупленными бумаги банков 2-го и 3-го эшелонов на вторичном рынке. На наш взгляд, банку удастся разместить бонды даже по доходности ближе к нижней границе диапазона. Напомним, что в конце прошлого года банк уже пытался разместить 6-ой выпуск, предлагая ставку купона на уровне 7.3-7.95%, но отложил размещение до более благоприятной рыночной конъюнктуры.

Судостроительный банк (Moody's: B3) – ждем рублевых облигаций

Судостроительный банк также объявил о намерениях выпустить биржевые облигации 1-ой и 2-ой серий по RUB2 млрд. каждый. Срок обращения составит 3 года, по выпускам также будут предусмотрены оферты. Более детальные параметры еще неизвестны.

На текущий момент у банка в обращении находится 2 выпуска облигаций по RUB1.5 млрд. **Судостроительный банк-4**, будучи относительно ликвидным инструментом, предлагает доходность на уровне YTP 10.15% к оферте через год, что справедливо, на наш взгляд. По 3-му выпуску предусмотрена оферта осенью этого года. Мы ожидаем увидеть предложение от банка в краткосрочной перспективе.

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru

☎ 789-35-94

Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru

☎ 647-23-60

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru

☎ 647-23-62

Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru

☎ 786-23-48



МАКРОЭКОНОМИКА

Замедление недельной инфляции до 0.4% в рамках ожиданий; опасаемся разгона годовой инфляции до 11% в марте-апреле и последующей реакции ЦБ

Замедление недельной инфляции до 0.4% против 0.6% полностью укладывается в рамки нашего прогноза, согласно которому инфляция в январе превысит 2% и может достичь 2.2-2.4%, что соответствует годовой инфляции в 9.5-9.6% по итогам месяца.

Курс рубль/доллар

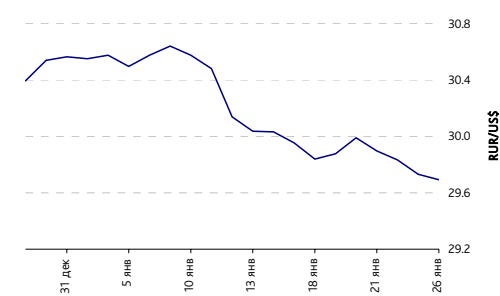
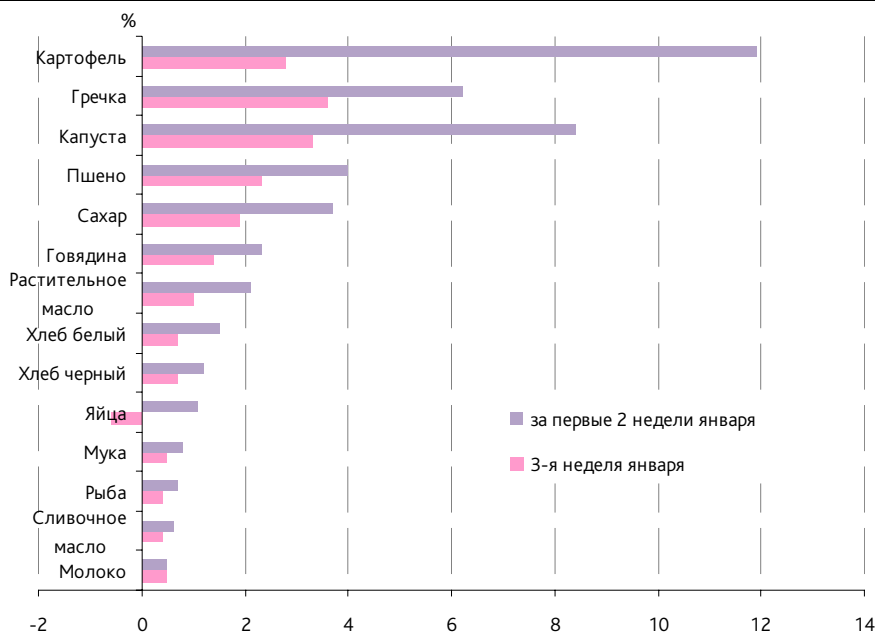


ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ИНФЛЯЦИИ В ЯНВАРЕ 2011 г.



Источник: ФСГС, расчеты НБ «Траст»

Замедление показателя на прошлой неделе связано с ослаблением негативного эффекта от подъема тарифов и с сокращением темпов роста цен по отдельным видам плодоовощной продукции (картошка, капуста). Но если исключить тарифы и посмотреть по всему спектру приведенных Росстатом позиций, тенденция все же на повышение. Вдобавок, на цены дают последствия динамичного роста денежной массы и рост издержек производителей.

При текущих темпах продуктовой инфляции и с учетом постепенного нарастания монетарного давления годовая инфляция вскоре достигнет двузначных значений. Замедление ее на прошлой неделе означает лишь, что разгон инфляции до 11% «откладывается» - с марта (как мы предполагали ранее) до апреля. В связи с оттягиванием правительственных мер по сдерживанию инфляции (зерновые интервенции, снижение импортных пошлин), мы ожидаем скорой реакции на высокие темпы роста цен со стороны ЦБ. Мы считаем, что перспектива достижения инфляции двузначных цифр уже в 1К 2011 г. чревата повышением всех ставок, если не в январе, то с февраля 2011 г. (подробнее см. раздел Внутренний рынок).

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



ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

ТОРГОВЛЯ

Дикси (NR) опубликовала неплохие операционные результаты за 2010 г; ждем нового предложения бондов

Согласно пресс-релизу Дикси, ее рублевая выручка в 2010 г. выросла на 19.4% и достигла RUB64.7 млрд.

LFL-продажи для магазинов, открытых до 1 декабря 2009 г., увеличились на 7.37%.

КОММЕНТАРИЙ

Драйвером роста операционных показателей Дикси традиционно являются магазины формата «дискаунтер», их рублевая выручка выросла на 20.5% и достигла величины в RUB54.4 млрд. Гипермаркеты добавили к совокупной выручке RUB7.3 млрд. (+14.7%), а супермаркеты, соответственно, RUB2.2 млрд. (+9.1%).

Динамика продаж в сопоставимых магазинах, открытых до 1 декабря 2009 г., за прошедший год оказалась позитивной, но опять основную «погоду» сделали дискаунтеры, в которых LFL-продажи выросли на 7.6%, причем компания отмечает рост как трафика, так и среднего чека: на 3.5% и 4.0% соответственно. Более крупные форматы продемонстрировали снижение величины среднего чека при росте трафика.

Неплохие операционные результаты позволяют надеяться на улучшение кредитных метрик Дикси по итогам 2010 г. Так, если уровень рентабельности по EBITDA сохранится на прежнем уровне около 5%, то показатель «Чистый долг / EBITDA» снизится до 2.3-2.4х, что, к примеру, ниже долговой нагрузки X5 после поглощения Копейки.

Единственный рублевый бонд Дикси, обращающийся на рынке, будет погашен в марте текущего года, а на вторичном рынке с привлекательной доходностью можно приобрести только незначительные объемы. Поэтому с чисто технической точки зрения мы не можем рекомендовать их к покупке.

В октябре прошлого года компания объявляла, что планирует размещать 2 выпуска биржевых облигаций совокупным объемом RUB6 млрд. Мы ожидаем, что один из них может быть размещен в ближайшее время для целей рефинансирования погашающихся бондов.

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

ТРАНСПОРТ

Аэрофлот (Fitch: BB+): влияние транспортного коллапса на итоги 2010 года ожидаемо минимальны; ждем умеренно-негативной динамики в 2011

Совокупный прирост пассажирооборота группы Аэрофлот в 2010 году составил 31%, перевозки пассажиров – 27% (по итогам 11 месяцев 2010 было 32% и 29% соответственно).

КОММЕНТАРИЙ

Как и ожидалось, итоги декабрьских проблем авиаперевозчика пока не сказались на его операционных результатах. Крупнейшему авиаперевозчику страны удалось продемонстрировать рост лучше рыночного. Очевидно, что на финансовых показателях 4К 2010 г. они также не скажутся. Основной риск компании на ближайшее будущее – репутационный. Мы считаем, что это несколько снизит выручку компании, однако вряд ли окажется критическим для ее кредитного качества.

Рублевые бумаги Аэрофлота по-прежнему предлагают премию в 50 бп к кривой РЖД и торгуются на одном уровне с выпусками МТС и АФК Система. Гораздо более стабильный бизнес телекоммуникационного оператора, а также материнского холдинга не оставляют сомнений, что бумаги Аэрофлота переоценены рынком. Вероятно, основной фактор для этого – господдержка, которая вряд ли снизится в ближайшие годы.

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



МЕТАЛЛУРГИЯ

ЧТПЗ (NR): может привлечь USD470-620 млн от IPO; позитивно, но бонды уже отыграли эту идею

Вчера группа ЧТПЗ объявила ценовой диапазон размещения акций в рамках IPO на LSE. Исходя из него, в сумме может быть привлечено USD630-830 млн. за 30% увеличенного уставного капитала, из которых порядка USD470-620 млн. получат дочерние предприятия группы – ОАО ЧТПЗ и ОАО ПНТЗ, остальное – текущие бенефициары (Андрей Комаров и Александр Федоров). Полученные средства, насколько мы понимаем, пойдут на рефинансирование.

КОММЕНТАРИЙ


Мы с позитивом отмечаем тот факт, что компания привлечет средства с международного рынка капитала и при этом, по-видимому, сократит свою непомерную долговую нагрузку. Однако, этого должно хватить лишь на ближайшие месяцы (максимум год), так как денежные потоки компания пока не генерирует.

Топ-менеджмент заявлял об окончании в 2010 году масштабной инвестпрограммы, а потому новые средства, по всей видимости, будут привлекаться в ограниченных масштабах. В то же время, предприятие по-прежнему сильно зависимо от средств рефинансирования, которые ей традиционно предоставляют госбанки.

Отметим, что на конец 1П 2010 г. совокупный долг ЧТПЗ составил RUB74.5 млрд., из которых на краткосрочные приходилось RUB38.4 млрд. (включая RUB17.4 млрд. долгосрочных, которые пришлось реклассифицировать в результате несоблюдения ковенант). Привлекаемых средств хватает в лучшем случае на погашение (либо обратную классификацию) всего краткосрочного долга. Однако, мы допускаем, что ситуация могла измениться за последние полгода с момента отчетной даты.

Единственный ликвидный выпуск ЧТПЗ БО-1 при небольших объемах ликвидности уже практически полгода торгуется в промежутке 105.0-106.5% от номинала. Таким образом, к оферте в декабре 2011 года бумага дает доходность 8.8%, что означает 150 бп премии к кривой Мечела. Мы считаем, что бумага, таким образом, непривлекательна. Ее доходность не отражает всех рисков эмитента. Отметим, что схожие параметры доходности сейчас у **Кокс-2**, эмитент которой также находится в процессе IPO.

Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru

 786-23-48



Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон, %	Лет до погашения/оферта	УТМ / УТР, %
НационалКапитал-26о	500	8.2	3	8.37
Волгоград-34005	1000	9.5	5	9.79
ГСС-16о	3000	8.25	3 / 1	NA / 8.41
АИЖК-20	5000	8.6	17	8.88
Уфа-25006	750	9	3	9.2
Роснотех-1	8000	8.9	7	9.1
Роснотех-2	10000	8.9	7	9.1
Роснотех-3	15000	8.9	7	9.1
Татфондбанк-16о	2000	9.5	3 / 2	NA / 9.73
Дон ГКК-2	30	0	20	0.05

Налоговые выплаты

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

Ближайшие выпуски

Ориентир. Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/оферта
27 янв 11	Трансмашхолдинг-16о	3000	TBD	3
08 фев 11	Промсвязьбанк-36о	5000	TBD	3
08 фев 11	Альянс НК-16о	5000	TBD	3
08 фев 11	Альфа-Банк-1	5000	TBD	5
08 фев 11	Камаз-36о	2000	TBD	3
10 фев 11	ЛОКО-Банк-16о	2500	TBD	3

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/ Погашение
1 фев 11	ИАРТ	1 000	12	8	2 авг 11
8 фев 11	ЛСР-2	5 000	13.5	9.8	31 янв 13
8 фев 11	Мой Банк-3	1 500	10	10	7 авг 12
11 фев 11	Банк Москвы-2	10 000	7.5	7.55	1 фев 13
11 фев 11	Вестер-Финанс	1 500	15.25		
11 фев 11	Фортум-2	5 000	7.6	7.6	10 авг 11
14 фев 11	ВТБ24-2	10 000	7.35		
14 фев 11	Далур	520	14	10	5 фев 13
16 фев 11	ПЭС	63	9		
18 фев 11	Глобэкс-16о	5 000	9.25		
24 фев 11	Белон-2	2 000	17		20 май 11
24 фев 11	ПетроКоммерц Банк-7	3 000	14.9		
24 фев 11	Синергия-3	2 500	10		
24 фев 11	СУ-155-3	3 000	15.5		

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) 647-28-89

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.