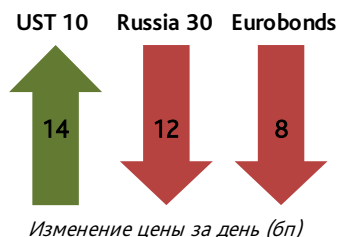


Навигатор долгового рынка

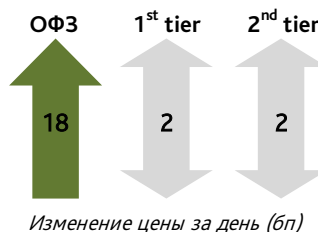
Глобальные рынки и еврооблигации

- Сбербанк доразместил USD250 млн. в 10-летних бумагах; ВЭБ успешно выпустил 5-летние евробонды на USD750 млн. с премией к рынку, может отказаться от выпуска облигаций в долларах на внутреннем рынке; «окном» на рынке могут воспользоваться ЕАБР и ВТБ
- Итоги торгов по еврооблигациям: разнонаправленная динамика котировок на фоне снизившейся активности в преддверии статистики из США; инвесторы из двух новых выпусков Сбербанка отдали предпочтение 10летнему – рост котировок составил 50 бп; 5-летний подешевел на 25 бп
- Открытие торгов по еврооблигациям: разнонаправленная динамика в рискованных активах в преддверии публикации январских payrolls в США; в Европе пройдут переговоры по вопросу второго пакета помощи Греции
- Выступление Б. Бернанке в нижней палате Конгресса США прошло в русле заявлений, озвученных на пресс-конференции по итогам заседания ФРС 24-25 января



Рублевые облигации и денежный рынок

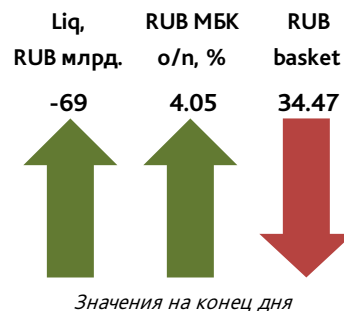
- Покупки в ОФЗ 26205 проходили с не меньшим энтузиазмом и спустя день после аукциона; длинные локальные госбумаги по-прежнему привлекательны относительно ставок рублевых NDF, что указывает на сохранение покупок в ближайшие дни
- Результаты размещения: финальный ориентир по доходности нового выпуска Газпром нефти соответствует кривой ФСК, а параметры вторичного доразмещения бумаг Росбанка серии АЗ предполагают премию к выпускам госбанков
- Кредит Европа Банк присоединяется к желающим разместить облигации на внутреннем рынке; вторая попытка может оказаться более удачной – предложение обеспечивает интересную премию ко вторичному рынку
- Чистая ликвидная позиция продолжает улучшаться; аукцион 1-дневного РЕПО с ЦБ завершился «недоспросом»; деньги, предложенные Фондом ЖКХ, пользовались повышенным спросом, но достались 1-2 уполномоченным банкам; ставки МБК не демонстрировали заметной динамики; междилерское РЕПО подешевело на 30–35 бп



Кредитные комментарии

- Газпром нефть в 2012 значительно нарастит капитальные вложения и сохранит хорошие темпы роста добычи; новость не влияет на кредитный профиль компании; к облигациям относимся нейтрально
- Твердые намерения государства провести приватизацию Совкомфлота в 2012 – негативная новость для кредиторов компании, особенно с учетом увеличения размера приватизируемой доли; инвесторы уже закладывают соответствующие ожидания в стоимость бумаг
- Менеджмент X5 Retail Group провел телеконференцию с инвесторами; планы по росту выручки выглядят консервативно, по капитальным затратам, наоборот, агрессивно; бонды Копейки интереснее бумаг X5
- Лукойл планирует выкупить 18.75% долю Statoil в проекте Западная Курна-2; сумма сделки может составить USD100–200 млн.; такие затраты для компании не очень обременительны, однако концентрация политических и геологических рисков, связанных с проектом, усиливается; новость не влияет на кредитный профиль

Индикаторы FX/MM



Российская макроэкономика

- Международные резервы ЦБ выросли за неделю на USD4.3 млрд.; причины роста носят технический характер; валютные интервенции регулятора были минимальны
- Совет директоров ЦБ сохранил все процентные ставки на прежнем уровне

Макроцифра

USD504.0 млрд. – ЗВР
на 27 января

Последние обзоры

- 1 февраля Ликвидность и процентные ставки: равновесие в макроэкономической гиперплоскости
- 31 января Банковская система в декабре: урожайный итог 2011 года
- 27 января Спрос на риск: иногда он возвращается
- 27 января Купонные страхи в российских еврооблигациях
- 27 декабря Банковская система в ноябре: активизация корпоративных клиентов

Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

13:00	Индекс деловой активности PMI в сфере услуг в еврозоне за январь
14:00	Розничные продажи в еврозоне за декабрь
17:30	Число новых рабочих мест вне сельского хозяйства в США за январь
19:00	Индекс деловой активности ISM Non-Manufacturing в США за январь

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▲	292	+4
UST10	◀▶	1.83	-0.02
Russia 30-UST10	▲	234	+3
EUR/USD	▼	1.3145	-0.1%
Oil (Brent)	▲	112.4	+0.5%
VIX	▼	17.98	-0.57

Сбербанк доразместил USD250 млн. в 10-летних бумагах; ВЭБ успешно выпустил 5-летние евробонды на USD750 млн. с премией к рынку, может отказаться от выпуска облигаций в долларах на внутреннем рынке; «окном» на рынке могут воспользоваться ЕАБР и ВТБ

Успешное проведенное во вторник размещение 5- и 10-летних еврооблигаций общим объемом USD1.5 млрд. побудило Сбербанк не останавливаться на достигнутом и по максимуму использовать существенное «потепление» на рынках. Эмитент в четверг вечером доразместил USD250 млн. в 10-летних бумагах с купоном 6.125%, доведя тем самым общий объем выпуска до USD750 млн.

Между тем «окном» на рынке еврооблигаций, факт наличия которого еще раз подтвердил Сбербанк, решили воспользоваться и другие эмитенты. Так, ВЭБ в четверг разместил 5-летние евробонды объемом USD750 млн. с купоном 5.375%. Несмотря на снижение ориентира доходности с ранее объявленных 5.50%, бумага все же предлагает премию к текущим выпускам эмитента в размере 30–40 бп, что делает ее, с нашей точки зрения, достаточно привлекательной.

Ранее ВЭБ озвучивал намерения привлечь в середине года порядка USD500 млн. на внутреннем рынке долга с ориентировочным купоном 3.80–4.15% на год. Мы не исключаем, что после того, как банку удалось занять средства на более длительный срок под ставку 5.375%, необходимость в валютных заимствованиях на внутреннем долговом рынке отпадет.

Как мы уже отмечали на текущей неделе, воспользоваться улучшением ситуации на рынке могут и другие заемщики (ЕАБР на этой неделе проводит встречи с инвесторами). Кроме того, по заявлениям представителей ВТБ, банк не намерен выпускать еврооблигации после размещения Сбербанка, но у него есть зарегистрированная программа, которая позволяет привлечь средства в кратчайшие сроки. Напомним, что в текущем году ВТБ намерен занять около USD9 млрд. на внешних рынках.

Алексей Тодоров
+7 495 647-23-62
aleksey.todorov@trust.ru

Юлия Сафарбакова
+7 495 647-23-59
yulia.safarbakova@trust.ru



Итоги торгов по еврооблигациям: разнонаправленная динамика котировок на фоне снизившейся активности в преддверии статистики из США; инвесторы из двух новых выпусков Сбербанка отдали предпочтение 10-летнему – рост котировок составил 50 бп; 5-летний подешевел на 25 бп

Котировки российских еврооблигаций в четверг изменились разнонаправленно на фоне небольшого охлаждения инвесторов к рисковому активам в преддверии важных макроданных из США. Активность участников торгов при этом также сократилась.

В нефтегазовом секторе заметно подешевели долгосрочные еврооблигации Газпрома (-0.8–1 п.п.), в то время как евробонды Лукойла немного подросли в цене (+10–20 бп). Во втором эшелоне на 20–60 бп подорожали среднесрочные бумаги Вымпелкома, а выпуск **MetalloInvest 16** поднялся в цене на 70 бп. В банковском сегменте преобладали продажи. На 40–50 бп подешевели евробонды ВЭБа, что, вероятно, связано с навесом первичного предложения в виде новых 5-летних бумаг на USD750 млн. Котировки выпусков Сбербанка также преимущественно снизились. Отметим однако, что в то время как новый 5-летний выпуск Сбербанка **SberBank 17N** завершил первый день торгов ниже номинала (на отметке 99.75%), размещенный также во вторник 10-летний выпуск **SberBank 22**, напротив, подорожал, завершив четверг на отметке 100.47% от номинала. Мы полагаем, что подобная тенденция может быть связана с общим «потеплением» на рынках и готовностью инвесторов «идти в длину».

В суверенном сегменте единой динамики также не сложилось. Индикативный выпуск **Russia 30** по итогам дня потерял 12 бп до 118.69% от номинала, а спред **Russia 30-UST10** расширился на 5 бп до 234 бп. В то же время суверенный выпуск **Russia 18** завершил торги четверга в плюсе на 30 бп. Украинские долгосрочные суверенные евробонды показали нейтральную динамику, в то время как суверенные евробонды Беларуси подорожали на 20–30 бп.

Открытие торгов по еврооблигациям: разнонаправленная динамика в рискованных активах в преддверии публикации январских payrolls в США; в Европе пройдут переговоры по вопросу второго пакета помощи Греции

Внешний фон пятницы, а также ожидаемая сегодня важная статистика по рынку труда США обусловят смешанные движения в рискованных активах. Азиатские фондовые индексы движутся разнонаправленно (**Nikkei 225** теряет около 0.4%, в то время как китайские площадки демонстрируют рост). Фьючерсы на **S&P 500** прибавляют порядка 0.1%. Баррель Brent торгуется у отметки USD112.4, что на USD0.4 больше уровня закрытия основных торгов в России накануне. Мы полагаем, что торги на российском рынке еврооблигаций начнутся с нейтральной динамики.

Главным событием пятницы, безусловно, станет публикация в США январских данных по рынку труда (payrolls). Учитывая, что предварительные показатели занятости (компонента ISM, данные от ADP) не оправдали ожидания рынка, инвесторам остается надеяться, что показатель от U.S. Bureau of Labor Statistics выйдет хотя бы на уровень консенсус-прогноза Reuters, предполагающего прирост private payrolls в 170 тыс. относительно декабря. Умеренный интерес для рынка может также представлять публикация индекса деловой активности ISM в непромышленном секторе.

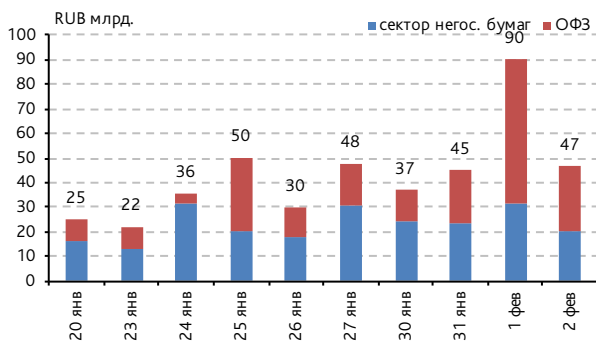
В Европе сегодня будут обнародованы данные по розничным продажам за декабрь и январский индекс деловой активности PMI в сфере услуг. Также в пятницу состоятся переговоры министров финансов 4 стран еврозоны, имеющих наивысший рейтинг «AAA»: Германии, Нидерландов, Финляндии и Люксембурга. Предполагается, что министры обсудят вопрос предоставления Греции второго пакета финпомощи, решение по которому Еврогруппа намерена принять до 6 февраля.



Алексей Тодоров
+7 495 647-23-62
aleksey.todorov@trust.ru

Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	20.1%
от 1 до 1.5 лет	1.8%
от 1.5 до 2 лет	7.4%
от 2 до 3 лет	25.0%
от 3 до 5 лет	35.5%
> 5 лет	10.2%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	6.39%	1.5
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.43%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	7.82%	6.5
Банки	8.59%	1.5
Корп 1 эшелон	7.94%	2.5
Корп 2 эшелон	8.78%	2.0

Покупки в ОФЗ 26205 проходили с не меньшим энтузиазмом и спустя день после аукциона; длинные локальные госбумаги по-прежнему привлекательны относительно ставок рублевых NDF, что указывает на сохранение покупок в ближайшие дни

Вторая неделя подряд завершается практически безостановочными покупками в рублевых госбумагах. После сильного интереса к 10-летнему **ОФЗ 26205** (YTM 8.08%) к аукциону Минфина в среду вчера покупки в самом длинном локальном суверенном выпуске продолжились: по итогам дня бумага подорожала на 1.0 п.п. по средневзвешенной цене. В целом же итогом четверга стало снижение кривой ОФЗ на среднем и длинном участках на очередные 9–10 бп.

Наряду с этим спред 10-летнего выпуска к **ОФЗ 26204** расширился за последние пару дней до 35–40 бп, что находится в пределах максимальных значений с момента размещения **ОФЗ 26205** (апрель 2011 г.) и в большей степени соответствует понятию справедливости при разнице в дюрации в 1.7 лет.

На текущий момент можно констатировать, что доходности наиболее активно торгуемых в последние дни выпусков **ОФЗ 26204** и **ОФЗ 26206** на 24–26 бп превышают минимумы начала августа прошлого года. Ставки **ОФЗ 25077** и **ОФЗ 26205** превышают летние минимумы примерно на 45 бп. С учетом по-прежнему значительных премий к кривой ставок USD/RUB NDF (примерно 140 бп для **ОФЗ 26204** и 170 бп для **ОФЗ 26205**) мы полагаем, что краткосрочно покупки в длинных выпусках ОФЗ могут продолжиться.

В корпоративных бумагах торговая активность преобладала в коротких выпусках **ВТБ БО-7** (YTW 8.10%), **Башнефть БО-1** (YTW 9.01%) и **Газпром капитал-3** (YTW 7.22%). Несмотря на значительный интерес к длинным ОФЗ в последние недели на улучшившемся риск-аппетите в глобальном масштабе, существенного роста торговой активности в долгосрочных корпоративных бумагах не происходит.



Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Результаты размещения: финальный ориентир по доходности нового выпуска Газпром нефти соответствует кривой ФСК, а параметры вторичного доразмещения бумаг Росбанка серии А3 предполагают премию к выпускам госбанков

Вчера завершили сбор заявок на покупку облигаций сразу два эмитента: Газпром нефть маркетинговала новый бонд 11-й серии на RUB10 млрд., а Росбанк проводил доразмещение на вторичном рынке RUB3.6 млрд. бумаг серии А3. Напомним, что сегодня книги заявок инвесторов закрывают РСХБ (БО-2 и БО-3 по RUB5 млрд. каждый), ВЭБ-Лизинг (RUB10 млрд.) и Банк Зенит (RUB3 млрд.).

Газпром нефть в ходе сбора заявок два раза понижала ориентир по купону. Если начальный ориентир оставлял 8.50–8.75%, то последний – 8.25%. Мы отмечали, что Газпром нефти вполне по силам разметить бумагу по нижней границе начального диапазона, однако в итоге условия выпуска оказались даже более привлекательными для эмитента.

Последний ориентир купона предполагает доходность 8.42%, что соответствует уровню бумаг ФСК. Традиционно облигации этой компании торгуются на 20–40 бп ниже бумаг Газпром нефти, что, как мы понимаем, обусловлено более высокой ликвидностью облигаций ФСК почти на всем диапазоне кривой. Впрочем, после размещения мы не исключаем расширения спреда между новым выпуском и бумагами энергетической компании.

Росбанк также вчера понижал ориентиры по цене вторичного размещения бумаг АЗ перед закрытием книги: до 96.57–96.94% от номинала. В результате цена была установлена на уровне 96.6% от номинала. Доходность в УТМ 9.23% к погашению в ноябре 2013 г. предполагает 60 бп премии к выпускам госбанков, что, на наш взгляд, может заинтересовать инвесторов. Однако заметим, что потенциал роста котировок на вторичном рынке ограничен рисками ослабления поддержки иностранного банка со стороны акционеров.

Петр Макаров

+7 495 647-25-77

petr.makarov@trust.ru

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru



Кредит Европа Банк присоединяется к желающим разместить облигации на внутреннем рынке; вторая попытка может оказаться более удачной – предложение обеспечивает интересную премию ко вторичному рынку

Кредит Европа Банк планирует разместить выпуск на RUB5 млрд. серии БО-2. Срок обращения облигаций составляет 3 года с 2-летней офертой. Банк будет принимать заявки инвесторов на покупку бондов с 6 по 8 февраля 2012 г., а техническое размещение назначено на 10 февраля текущего года. Напомним, что ранее банк уже пытался продать инвесторам эти бумаги в начале ноября прошлого года, но выпуск не состоялся, по всей видимости, из-за ограниченного спроса на риск на тот момент.

Ставка по купону озвучена в диапазоне 10.25–11.00%, или УТР 10.51–11.30% к оферте, что, на наш взгляд, выглядит весьма интересно. Параметры предполагают 360–440 бп к кривой ОФЗ, и даже нижняя граница ориентиров обеспечивает премию к обращающимся выпускам розничных банков. Так, вчера чуть более длинный выпуск **Кредит Европа БО-1** торговался с УТМ 9.83%, а несколько менее ликвидный **ХКФ БО-3** котировался с УТР 9.10–9.30% к оферте в октябре 2013 г. На диапазоне до года наиболее ликвидные бонды Банка Русский Стандарт и ХКФ Банка предлагают не более 300 бп к кривой ОФЗ.

По нашему мнению, дополнительная премия за более длинную дюрацию и кредитный риск розничного банка в текущих условиях выглядит вполне оправданно. Итоги размещения выпуска станут весьма показательными для рынка и продемонстрируют наличие спроса со стороны инвесторов на кредитный риск заемщиков с рейтингами неинвестиционной категории на срок более года. Эмитенты 1-го эшелона уже показали способность размещать рублевые облигации без премии ко вторичному рынку, и основной объем первичных предложений исходит именно от них (около 70%). Помимо Кредит Европа Банка, на данный момент также проводят маркетинг бумаг такие заемщики с рейтингами ниже «Ba1/BB+», как Tele 2, Банк Зенит и ЛК Уралсиб.



Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru

Денежный рынок

События денежного рынка

7 фев	Возврат Фонду ЖКХ RUB12 млрд.
8 фев	Возврат Минфину RUB20 млрд. бюджетных средств
8 фев	Аукционы ОФЗ 25079 (RUB15 млрд.) и ОФЗ 26204 (RUB3.27)
15 фев	Возврат Фонду ЖКХ (RUB22 млрд.)
15 фев	Аукцион ОФЗ 26206 (RUB20 млрд.)
15 фев	Возврат Минфину RUB10 млрд. бюджетных средств

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	4.50/4.75	4.00	4.50	3.75/4.35
2-й круг	4.75/5.25	4.25	4.75	4.00/4.50

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
4.50-4.75	4.25-4.50	3.75-4.35

Чистая ликвидная позиция продолжает улучшаться; аукцион 1-дневного РЕПО с ЦБ завершился «недоспросом»; деньги, предложенные Фондом ЖКХ, пользовались повышенным спросом, но достались 1-2 уполномоченным банкам; ставки МБК не демонстрировали заметной динамики; междилерское РЕПО подешевело на 30–35 бп

Сумма остатков на корсчетах и депозитов по состоянию на утро 3 февраля составляет RUB1.1 трлн., что на RUB87.8 млрд. больше, чем сутки назад. Существенно выросли депозиты (+RUB156.8 млрд.), в то время как корсчета уменьшились на RUB69 млрд. Совокупные обязательства банковского сектора перед ЦБ и Минфином сократились на RUB4.2 млрд. Чистая ликвидная позиция при этом выросла на RUB92.0 млрд., достигнув отметки в -RUB69.2 млрд.

Интерес к аукционному РЕПО с ЦБ продолжает падать на фоне относительно стабильной ситуации на денежном рынке. Так, вчера на аукционе 1-дневного РЕПО сложилась ситуация «недоспроса». При лимите, равном RUB10.0 млрд., банки подали заявок на общую сумму RUB5.4 млрд., которые, впрочем, все были удовлетворены. При этом средневзвешенная ставка сложилась на уровне 5.83%, что на 13 бп ниже, чем в среду. Альтернативные инструменты рефинансирования также не были востребованы.

Несомненно, большим успехом пользовались аукционы Фонда содействия реформированию ЖКХ. На торгах, где было предложено RUB7.5 млрд. на 27 дней, переспрос составил почти 5.0x. Из 11 поданных заявок была удовлетворена только одна, в которой предлагалась максимальная ставка – 6.30%. В течение второго аукциона, где Фонд размещал RUB2.5 млрд. приняли участие 7 уполномоченных банков. Здесь спрос также превышал предложение более чем в 5 раз. В итоге были удовлетворены 2 заявки. Средневзвешенная ставка составила 5.10%.

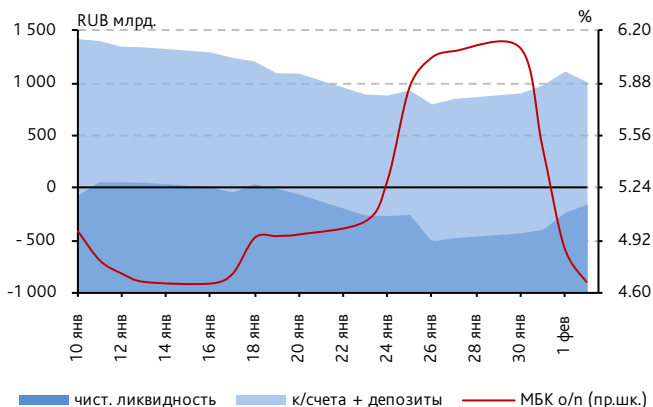
За прошедшие сутки рынок МБК не продемонстрировал динамики. Банки 1-го круга по-прежнему привлекали кредиты овернайт внутри дня по средневзвешенной ставке 4.25–4.50%. Однако стоимость 1-дневного междилерского РЕПО под обеспечение ОФЗ и облигаций 1-го эшелона снизилась почти на 30–35 бп, достигнув при этом диапазона 4.95–5.15%.

На следующей неделе мы ожидаем небольшую положительную динамику ставок money market, что обусловлено серией предстоящих оттоков ликвидности. Во-первых, во вторник 7 февраля предстоит возврат RUB12 млрд. Фонду содействия реформирования ЖКХ, который по большей части был рефинансирован вчера. Во-вторых, 8 февраля необходимо вернуть Минфину RUB20 млрд. бюджетных средств. В этот же день намечены аукционы **ОФЗ 25079** (RUB15 млрд.) и **ОФЗ 26204** (RUB3.27 млрд.).

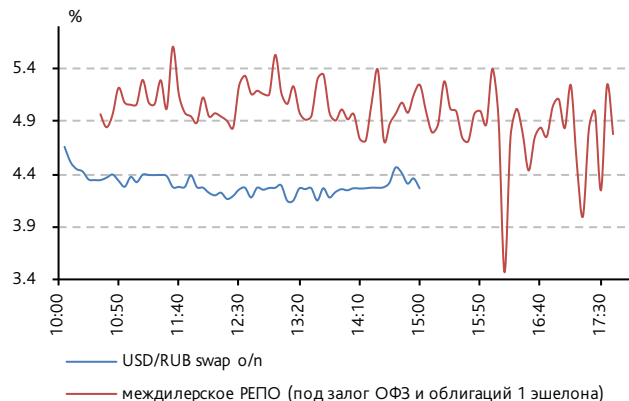


Иван Синельников
+7 495 786-35-36
ivan.sinelnikov@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Кредитные комментарии

Газпром нефть в 2012 значительно нарастит капитальные вложения и сохранит хорошие темпы роста добычи; новость не влияет на кредитный профиль компании; к облигациям относимся нейтрально

Заместитель генерального директора Газпром нефти, слова которого передает Интерфакс, раскрыл подробности планов компании на 2012 г. Органические инвестиции составят USD5.5 млрд., темп роста добычи прогнозируется на уровне не менее 4%.

КОММЕНТАРИЙ

В 2012 г. Газпром нефть значительно увеличит органические инвестиции. По нашим оценкам, их рост составит 40–60% и превысит совокупный объем инвестиций 2011 г. (с учетом M&A), который составил порядка USD5.4 млрд. Кроме того, Газпром нефть, судя по всему, будет искать возможности и для неорганического развития. В частности, компания интересуется перерабатывающими и сбытовыми активами австрийской OMV на Балканах. В этом регионе уже работает сербская дочка Газпром нефти NIS.

Газпром нефть демонстрирует одни из самых высоких темпов роста добычи в российской нефтяной отрасли, который в 2011 г. составил 7%, а в 2012 г. прогнозируется на уровне не менее 4%. Такая динамика способствует достижению рекордных операционных результатов. Тем не менее в следующем году, на наш взгляд, Газпром нефти потребуются привлечь дополнительный долг – значительный объем капитальных вложений, возможные затраты на M&A и увеличившиеся дивидендные выплаты вряд ли удастся покрыть за счет операционного денежного потока. В целом озвученные прогнозы нейтральны для кредитного качества компании с учетом большого запаса финансовой прочности. На 30 сентября 2011 г. показатель «Долг/ЕБИТДА» составлял 0.7х.

Рублевые облигации Газпром нефти торгуются с премией 100–150 бп к ОФЗ. Мы относимся к ним нейтрально. Последний ориентир доходности по размещаемому выпуску облигаций 11-й серии с дюрацией 2.6 года составлял 8.42%, что соответствует уровню доходности бумаг ФСК.



Петр Макаров
+7 495 647-25-77
petr.makarov@trust.ru

Твердые намерения государства провести приватизацию Совкомфлота в 2012 – негативная новость для кредиторов компании, особенно с учетом увеличения размера приватизируемой доли; инвесторы уже закладывают соответствующие ожидания в стоимость бумаг

Вчера Интерфакс передал слова директора департамента имущественных отношений Минэкономразвития, касающиеся приватизации Совкомфлота. По сообщениям чиновника, Совкомфлот будет приватизирован в 2012 г. в два этапа, на каждом из них планируется реализовать по 25% акций.

КОММЕНТАРИЙ

Данное сообщение, на наш взгляд, представляет интерес по двум причинам. Во-первых, это первое публичное заявление, в котором обсуждается не просто возможность проведения приватизации, а ее конкретная процедура, то есть то, что приватизация будет иметь место, выглядит вполне определенным. Во-вторых, неожиданностью стал объем продаваемого пакета: в частные руки планируется передать 49% акций компании, в то время как раньше рассматривалось приватизация только 25%. Вероятнее всего приватизация будет проведена в два этапа, на каждом из которых будет реализован пакет в 25%.

Твердые намерения государства относительно продажи части доли в Совкомфлоте – негативная новость для кредиторов компании. Связано это прежде всего с тем, что еврооблигации компании будут исключены из индекса EMBI+, на который ориентируются многие иностранные инвесторы. Кроме того, после реализации 49%-го пакета государство, вероятно, будет в меньшей степени оказывать поддержку Совкомфлоту, ведь половину соответствующей выгоды будут получать частные инвесторы.

Газпром нефть	Ваа3/BBB-/NR
<i>US GAAP, 9M 2011</i>	
Выручка, USD млрд.	32.9
ЕБИТДА margin	23%
Долг/ЕБИТДА	0.7

Совкомфлот	Ва2/BBB-/BBB-
<i>МСФО, 9M 2011</i>	
Выручка, USD млн.	1,076
ЕБИТДА margin	32%
Долг/ЕБИТДА	7.5

По-прежнему сохраняется неопределенность относительно получателя средств от приватизации. Мы полагаем, что государство вполне может направить часть средств самому Совкомфлоту, учитывая высокую долговую нагрузку компании и неблагоприятную ситуацию на рынке танкерных перевозок. Тем не менее до появления конкретных планов кредиторам вряд ли стоит рассчитывать на такого рода поддержку с учетом дефицита государственного бюджета на 2012 г.

Мы полагаем, что рынок уже закладывает информацию о приватизации в стоимость бумаг: еврооблигации Совкомфлота сейчас торгуются на уровне кривой Вымпелкома.



Петр Макаров
+7 495 647-25-77
petr.makarov@trust.ru

Менеджмент X5 Retail Group провел телеконференцию с инвесторами; планы по росту выручки выглядят консервативно, по капитальным затратам, наоборот, агрессивно; бонды Копейки интереснее бумаг X5

Вчера менеджмент крупнейшего по размеру выручки продуктового ритейлера России, X5 Retail Group, провел телефонную конференцию, в ходе которой раскрыл отдельные показатели 2011 г., а также планы на 2012 г.

КОММЕНТАРИЙ

По словам менеджмента компании, объем инвестиционной программы в 2011 г. составил около RUB27 млрд. при планировавшихся RUB30 млрд. Отметим, что по итогам 9М 2011 г. капитальные затраты X5 составили USD434 млн. (около RUB12.5 млрд.), т.е. основной объем затрат пришелся на 4К 2011 г. Маловероятно, что компания смогла профинансировать весь данный объем из собственных денежных средств, даже с учетом того, что интеграция магазинов Копейки должна была завершиться к концу 3К 2011 г. X5 оценивает рентабельность по EBITDA за весь 2011 г. на уровне 7%, что несколько ниже, чем у основного конкурента Магнита (около 8.2%, согласно предварительным неаудированным данным).

Планы компании на 2012 г. выглядят не слишком оптимистичными для кредиторов. Во-первых, X5 ожидает роста выручки всего на 15–20%: компания в текущем году сконцентрируется на операционной эффективности и росте рентабельности по EBITDA. Во-вторых, предварительный объем инвестиционной программы на 2012 г. озвучен в размере около RUB45 млрд., что в полтора раза больше, чем в 2011 г. По словам менеджмента, это значение не является окончательным – более точные планы компания озвучит после 1К 2012 г. X5 намерена открыть в текущем году около 700 новых дискаунтеров и 20–30 супермаркетов и переформатировать большинство своих гипермаркетов, однако новых магазинов этого формата в 2012 г. строить не планируется. Финансирование инвестпрограммы компания собирается осуществлять преимущественно из собственных средств и частично из новых заимствований. Менеджмент ожидает, что X5 сможет удержать долговую нагрузку на уровне 3.0–3.3x по показателю «Чистый долг/EBITDA».

На наш взгляд, капитальные затраты в объеме RUB45 млрд. компании будет сложно профинансировать целиком из собственных средств, поэтому, скорее всего, данная планка будет понижена до более приемлемых RUB30–35 млрд. В 2012 г. X5 начнет реализовывать потенциал приобретенных магазинов Копейки, что должно положительно сказаться на динамике денежных потоков ритейлера. Сохранение показателя «Чистый долг/EBITDA» на уровне 3.0–3.3x говорит о том, что рейтинги ритейлера вряд ли могут быть повышены в среднесрочной перспективе.

К рублевым облигациям X5 Retail Group мы относимся нейтрально. Для инвесторов, которым вхождение бумаг в Ломбардный список ЦБ не является необходимым критерием, более привлекательными будут бумаги дочерней Копейки, которые при меньшей дюрациях предлагают сопоставимую доходность около 9.5% годовых.



Дмитрий Турмышев
+7 495 647-25-89
dmitry.turmyshev@trust.ru

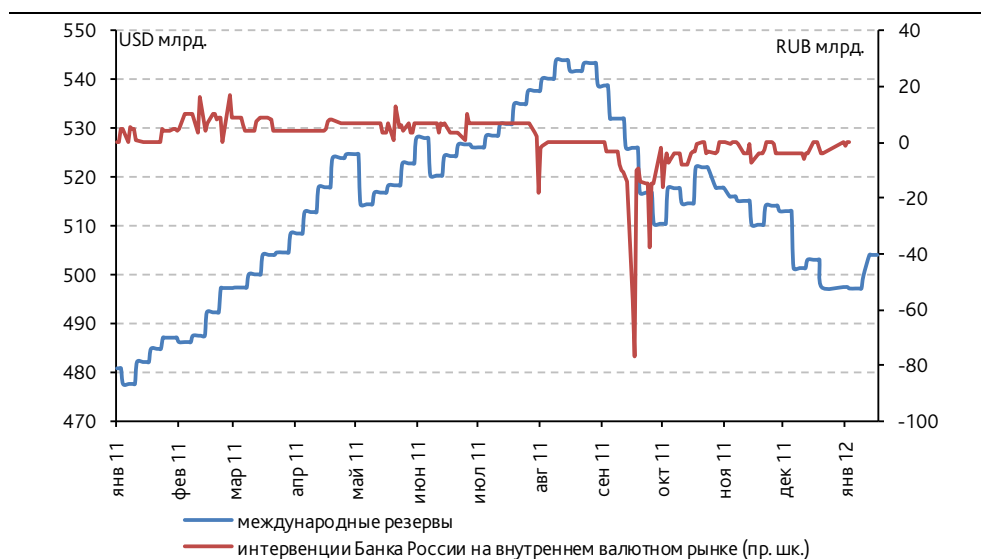
X5 Retail Group		B1/B+/NR
<i>МСФО, 9М 2011</i>		
Выручка, USD млрд.		11.5
EBITDA margin		6.8%
Долг / EBITDA		3.5

Российская макроэкономика

Международные резервы ЦБ выросли за неделю на USD4.3 млрд.; причины роста носят технический характер; валютные интервенции регулятора были минимальны

Вчера Банк России сообщил, что международные резервы РФ по состоянию на 27 января выросли до уровня USD504.0 млрд. против USD499.7 млрд. неделей ранее (см. диаграмму). Основная причина роста – переоценка валютной составляющей. По информации Первого зампреда ЦБ Алексея Улюкаева, денежно-кредитные власти в январе сохраняли нейтральную позицию. В целом регулятор продал около USD0.6 млрд. иностранной валюты, при этом покупки составили USD0.4 млрд., в итоге сложилось отрицательное сальдо, равное –USD0.2 млрд.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА МЕЖДУНАРОДНЫХ РЕЗЕРВОВ И ВАЛЮТНЫЕ ИНТЕРВЕНЦИИ БАНКА РОССИИ, 2011–2012



Источник: ЦБ РФ, НБ «Траст»

Очевидно, что прирост резервов носит технический характер. В текущем году у Банка России нет фундаментальных экономических причин для перехода к практике целенаправленного накопления иностранной валюты. С учетом сложившихся пропорций счета текущих операций и движения капитала, а также ситуации с ликвидностью и возросшим интересом к российским финансовым активам со стороны нерезидентов мы полагаем, что российский рубль будет свободно колебаться в пределах интервала минимального вмешательства ЦБ на внутреннем рынке (RUB32.20-38.20 стоимости бивалютной корзины).



Иван Синельников
+7 495 786-35-36
ivan.sinelnikov@trust.ru

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
1 фев	ГПБ-360	10.0	8.50%	2*	8.68%
27 янв	ВТБ-760	10.0	7.95%	1*	8.18%
23 янв	РТК-3	5.0	11.00%	15	9.96%
20 янв	Аэроэкспресс-1	3.1	11.00%	5	11.30%
16 янв	ЛК УралСиб-260	2.0	11.50%	3	12.01%
30 дек	Заречная УК-1	3.0	10.80%	3*	11.09%
29 дек	ОТКРЫТИЕ ФК-2	5.0	10.75%	2*	11.04%
28 дек	Казань-8	2.0	8.00%	5	8.24%
27 дек	ТГК-1-3	2.0	10.30%	10	10.19%
27 дек	ИАВ 1-2	1.1	н.д.	33	н.д.
27 дек	ИАВ 1-1	2.9	8.95%	33	9.89%
23 дек	Веста-1	0.3	10.20%	1*	10.19%
23 дек	ВТБ-660	10.0	8.50%	1*	8.77%
22 дек	Приам-1	0.3	9.00%	1*	9.00%
22 дек	Связь-Банк-3	5.0	8.50%	1*	8.67%
22 дек	Инвестор-1	0.1	7.00%	3	7.00%
22 дек	Профит-Гарант-1	0.1	7.00%	3	7.00%
21 дек	АИЖК 2011-1-3	0.4	н.д.	33	н.д.

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
6 фев	ЕАБР-1	5.0	8.50%	2*
7 фев	Банк Зенит-460	3.0	9.00-9.20%	1*
7 фев	ВЭБ-Лизинг-6	10.0	9.00-9.50%	5
7 фев	Газпром нефть-11	10.0	8.25%	3*
7 фев	РСХБ-260	5.0	8.25-8.50%	1.5*
9 фев	Теле2-СанктПетербург-5	4.0	9.20-9.70%	2*
9 фев	ЛК УралСиб-560	3.0	11.0-11.5%	3
9 фев	РСХБ-360	5.0	8.25-8.50%	1.5*
10 фев	КредитЕвропа-260	5.0	10.25-11.0%	2*

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
6 фев	ПЭС	0.1	9.50%	9.25%	0*
7 фев	ВТБ24-2	10.0	4.50%	7.75%	1
8 фев	Ренова-СтройГруп-1	3.0	10.75%	10.75%	0*
8 фев	Фортум-2	5.0	6.50%	6.50%	1
9 фев	ВТБ Лизинг-8	4.6	7.05%	7.80%	0*
9 фев	ЛокоБанк-160	2.5	8.50%	9.80%	1*
10 фев	АТЭК-2	0.3	11.00%	11.00%	0
14 фев	АлефБанк	1.0	11.00%	10.00%	1*
22 фев	Хортекс Финанс	1.0	13.00%	0.50%	0*
24 фев	Микоян-2	2.0	13.50%	11.30%	1
24 фев	НОМОС-Банк-0160	5.0	7.00%	н.д.	2
26 фев	МосЭнерго-2	5.0	7.65%	н.д.	4
1 мар	МБРР-4	5.0	6.00%	н.д.	2
1 мар	РусьБанк-3	2.0	9.50%	н.д.	2
3 мар	Судостр.Банк-160	2.0	9.75%	н.д.	2
9 мар	Национальный стандарт	1.5	10.00%	н.д.	2
15 мар	Балтинвестбанк-2	1.5	9.00%	н.д.	3
15 мар	ТГК1-1	4.0	8.50%	н.д.	2

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
15 фев	ТД Копейка-2	4.0
15 фев	СУ-155-3	3.0
15 фев	ТД Копейка-3	4.0
21 фев	ТГК6 Инвест	2.0
21 фев	ОИЖК	0.7
21 фев	РАФ Лизинг Финанс	1.0
22 фев	ЮСКК-2	0.0
23 фев	МИА-3	1.5
23 фев	Белон-2	2.0
23 фев	ЛК УралСиб-3	1.5
28 фев	Рыбинскабель	1.0
28 фев	УралЭлектроМедь	3.0
7 мар	ТехноНИКОЛЬ-2	3.0
8 мар	ЯкутскЭнерго-2	1.0
13 мар	РосТелеком-03	0.6
15 мар	Кокс-2	5.0
15 мар	Московская Обл-9	13.2
16 мар	Разгуляй Фин.-3	3.0

* срок до ближайшей оферты, лет

Календарь по еврооблигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок
2 фев	SberBank 22	USD	750	6.13%	10
2 фев	SberBank 17N	USD	1000	4.95%	5
17 ноя	Gazprom 16N	USD	1000	4.95%	5
17 ноя	Gazprom 21	USD	600	6.00%	10
14 ноя	GazpromBank 13C	CHF	420	4.38%	2
21 окт	VTB 15C	CHF	225	5.00%	4
17 окт	Turkey 22	USD	1000	5.13%	11
2 авг	Moscow Credit Bank 14	USD	200	8.25%	3
21 июл	SeverStal 16	USD	500	6.25%	5
18 июл	MetalloInvest 16	USD	750	6.50%	5

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
6 фев	PrivatBank 12	USD	500
8 фев	Georgia Bank 12	USD	200
13 фев	ККВ 12P	GBP	350
21 фев	Peru 12	USD	1423
12 мар	Poland 12E	EUR	750
20 мар	TNK 12	USD	500
21 мар	EuroChem 12	USD	300
12 апр	ATF 12	USD	200
20 апр	NKNH 12	USD	101
25 апр	Business Alliance 12R	RUB	558

Дирекция анализа долговых рынков

research.debtmarkets@trust.ru

+7 495 789-36-09

Дирекция финансовых рынков

sales@trust.ru

+7 495 647-25-92

Руководитель дирекции

Леонид Игнатьев

+7 495 647-23-60

leonid.ignatiev@trust.ru

Руководитель управления торговли

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@trust.ru

Макроэкономика и стратегия

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru**Иван Синельников**

+7 495 786-35-36

ivan.sinelnikov@trust.ru

Руководитель управления продаж

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru

Управление продаж

Олеся Курбатова

+7 495 647-25-90

olesya.kurbatova@trust.ru**Артем Петросьян**

+7 495 647-25-67

petrosyan.artem@trust.ru**Яна Шнайдер**

+7 495 647-25-74

yana.shnayder@trust.ru

Кредитный анализ

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru**Дмитрий Турмышев**

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru**Петр Макаров**

+7 495 647-25-77

petr.makarov@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. Представленная 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 намереваться 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 Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и принимают 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 Дирекции анализа экономики и финансовых 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 данному ценному 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 Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.