

Пульс рынка

- ▶ **Международные резервы РФ превысили 500 млрд долл.** Прирост за неделю (+4,3 млрд долл.) полностью объясняется валютной переоценкой недолларовых активов (+4,8 млрд долл.) и ростом цен на золото. Другие компоненты, в т.ч. ценные бумаги, падали в стоимости (-0,7 млрд долл.). Если в первой половине января ЦБ продал около 600 млн долл., то в последние дни месяца на фоне укрепления рубля продажи сменились покупками. По нашим оценкам, 20-27 января регулятор приобрел 200 млн долл., что с учетом озвученной общей величины покупок валюты за январь (400 млн долл., со слов А. Улюкаева) предполагает ~100 млн долл. ежедневных интервенций. Мы полагаем, что такая интенсивность покупок валюты сохранилась в феврале и характерна для интервала 33,9-34,7 руб. Однако при пересечении его нижней границы интервенции могут усилиться. С начала февраля ЦБ, скорее всего, купил лишь чуть более 200 млн долл., что подразумевает минимальное воздействие на курс рубля и ликвидность.
- ▶ **ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными**, мотивируя свое решение достижением баланса между инфляционными и экономическими рисками. Несмотря на то, что ЦБ признает переход к фазе дефицита ликвидности, регулятор пока оценивает текущие параметры процентного коридора как приемлемые «на ближайшие месяцы», что ослабляет вероятность снижения мин. ставок фиксированного и аукционного РЕПО на следующем заседании (в начале марта). Однако ЦБ в пресс-релизе отмечает ухудшение динамики промышленного производства, что указывает на сохранение потребности в смягчении монетарной политики. Причем тезис о приемлемом уровне процентного коридора, на наш взгляд, не отменяет возможность сокращения в 1 кв. 2012 г. других кредитных ставок, включая и ставку рефинансирования, которая играет лишь индикативную роль.
- ▶ **Горячая пора на первичном рынке рублевых облигаций.** Книга заявок по выпуску **Газпром нефти** (BBB-/Baa3/-) номиналом 10 млрд руб. была закрыта по ставке купона 8,25% (УТР 8,42% к 3-летней оферте), т.е. по нижней границе диапазона. Ориентируясь на доходности вторичного рынка (в частности, облигации ЕАБР-4 с УТР 8,6% @ февраль 2014 г.), мы считаем, что новые облигации Газпром нефти не несут премии к рынку. В качестве альтернативы мы рекомендуем размещаемый выпуск **ВЭБ-лизинг-6** с ориентирами УТМ9,2-9,73% / DTM 2,6 года к погашению через 5 лет, который предлагает премию 5-55 б.п. к бумагам ВЭБ-лизинг-8,9 (с учетом небольшой разницы в дюрации). Сегодня **РСХБ** (-/Baa1/BBB) начал сбор заявок на БО-3 (5 млрд руб.) с ориентиром УТР 8,42-8,68% к 1,5-летней оферте. Благоприятная конъюнктура привлекает эмитентов второго эшелона: **КредитЕвропаБанк** (-/Ba3/BB-) начал маркетинг выпуска БО-2 (размещение было отложено в конце 2011 г.) с ориентиром УТР 10,51 - 11,30% к 2-летней оферте, что соответствует премии 40-120 б.п. к обращающемуся выпуску БО-1 (УТМ 10,1% @ апрель 2014 г.). Принимая во внимание образовавшееся расслоение между доходностями бумаг первого и второго эшелона, мы считаем БО-2 интересными ближе к верхней границе ориентира.
- ▶ **Спрос породил новое предложение на рынке евробондов.** **ВЭБ** (BBB/Baa1/BBB) решил вновь вернуться на рынок евробондов, разместив выпуск 5-летних бумаг объемом 750 млн долл. с УТМ 5,375%, что соответствует премии к рынку в 30 б.п., ориентируясь на среднее значение спреда близкого по дюрации выпуска VEB 17 к Russia 30 (УТМ 4,17%) в 100 б.п. По-видимому, **Сбербанк**, видя высокий спрос инвесторов, решил не упускать возможности, чтобы провести доразмещение бондов 10-летнего выпуска со ставкой купона 6,125% в объеме 250 млн долл. (которые на новости подешевели на 0,8 п.п. до 100,2% от номинала). В то же время ВТБ посчитал нецелесообразным выходить на рынок еврооблигаций сразу после размещения Сбербанка, сославшись на одинаковую базу инвесторов. В условиях повышенного интереса инвесторов к развивающимся рынкам мы ожидаем высокий спрос на бумаги ВЭБа, однако, учитывая большой объем предложения, мы не ожидаем заметного снижения ориентира.

Темы выпуска

- ▶ **Нерезиденты и инфляция задают новые ориентиры для рынка ОФЗ**
 - ▶ **X5: курс на повышение эффективности**
 - ▶ **Совкомфлот: параметры приватизации ясны, но фрахтовый рынок может помешать**
-

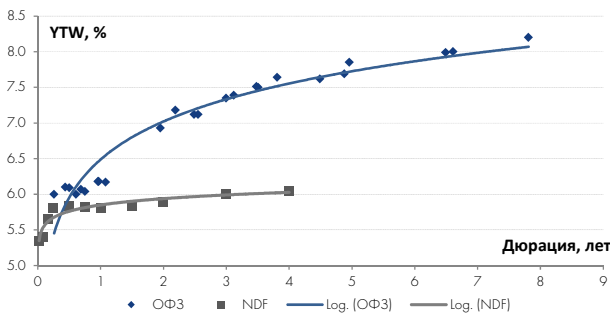
Нерезиденты и инфляция задают новые ориентиры для рынка ОФЗ

Нерезиденты способствуют сужению спреда к кривой NDF

Ралли на рынке ОФЗ продолжилось на фоне снижения стоимости бивалютной корзины (до 34,45 руб.): ОФЗ 26205 (YTM 7,99%) подорожал еще на 50 б.п. Учитывая приток иностранных инвесторов на рублевый рынок, актуальной мерой оценки справедливости ценообразования на рынке ОФЗ является их спред к кривой вмененных ставок NDF/ХССУ. Сейчас спред ОФЗ 26203 - 4у NDF находится на 1,5-годовом максимуме (160 б.п.).

В условиях текущей нестабильности зрелых экономик (прежде всего, Европы) относительно высокий дифференциал процентных ставок притягивает спекулятивный капитал на рынки развивающихся стран, не имеющих бюджетных проблем. Ликвидация инфраструктурных барьеров для инвестирования на рынке ОФЗ (с 1 января появилась возможность проводить сделки OTC) также способствует повышению интереса нерезидентов. Тем не менее, обострение европейского кризиса может быстро развернуть потоки капитала.

Кривые ОФЗ и NDF на руб./долл.



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

Спред ОФЗ 26203 - 4у NDF



Пенсионные средства: положительный уровень реальных доходностей

Другим фактором, выступающим в пользу роста цен ОФЗ, является уровень реальных ставок (с учетом инфляции), который сейчас находится в положительной зоне как по среднесрочным, так и длинным выпускам ОФЗ, что впервые наблюдается на российском рынке. В частности, ОФЗ 26205 и 26204 превышают уровень потребительской инфляции на 1 п.п. Основной группой инвесторов, ориентирующихся на уровень реальных ставок, являются управляющие пенсионными средствами (как российские, так и иностранные).

Банки: низкая достаточность капитала ограничивает возможности для инвестирования

Российские банки, получающие бюджетные средства на свои счета, не имеют возможности для их быстрого инвестирования в рискованные активы, особенно, в условиях низкой достаточности капитала (по всей банковской системе 14,7% на декабрь 2011 г.). В результате свободные средства могут быть размещены лишь в высококачественные ликвидные инструменты, из которых ОФЗ является наилучшим выбором с точки зрения доходности (например, в сравнении с депозитом ЦБ РФ). Также частично этот спрос распространяется за пределы ОФЗ, о чем свидетельствует ажиотажный спрос на квазисуверенные выпуски облигаций.

Спекулянты: снижение ставок денежного рынка = увеличение маржи carry-trade

Наконец, продолжающееся падение ставок денежного рынка (вчера однодневные ставки МБК опустились до 4,5% годовых) приводит к увеличению привлекательности ОФЗ для инвесторов, реализующих стратегию carry-trade. Мы отмечаем, что поскольку приток бюджетных средств (благодаря которому сейчас происходит повышение банковской ликвидности) является нетипичным для начала года, что, возможно, связано с предвыборным периодом, снижение ставок денежного рынка может оказаться временным (до марта).

Таким образом, мы считаем, что в краткосрочной перспективе снижение доходностей на рынке ОФЗ продолжится. В случае реализации событий по негативному сценарию спрос со стороны управляющих пенсионными средствами позволит некоторым образом поддержать котировки рынка ОФЗ и сгладить потери спекулянтов.

X5: курс на повышение эффективности

X5 подвела итоги 2011 г. и озвучила прогнозы на 2012 г.

Вчера менеджмент X5 Retail Group (B+/B2/-) провел телеконференцию по результатам 2011 г., а также представил некоторые прогнозные данные на 2012 г. Далее мы приводим наиболее важные моменты, озвученные в ходе этой телеконференции:

Прогноз по выручке - 15-20% г./г., по рентабельности EBITDA - около 7%

- Рост выручки в 2012 г. прогнозируется на достаточно скромном уровне 15-20% г./г. (согласно ранее опубликованным данным, в 2011 г. он составил 32% г./г. в рублях, сама выручка за год составила 452,5 млрд руб.) в связи с временным закрытием некоторых старых магазинов на реконструкцию/переформатирование, а также возможным отказом от наименее рентабельных точек продаж. В 2012 г. компания планирует увеличить свои торговые площади на 15% г./г. (+11% в 2011 г.), концентрируясь на развитии, в большей степени, дискаунтеров, а также супермаркетов. Как мы понимаем, концепция гипермаркетов сети подвергнется серьезной коррекции: площади ряда магазинов уменьшатся, некоторые будут реконструированы.
- По неаудированным данным, рентабельность по EBITDA в 2011 г. немногим превысила 7% (после аудита может составить 6,7%), что практически соответствует показателю 2010 г. (7,5%). Напомним, что рентабельность EBITDA Магнита в 2011 г. составила 8,2%. В 2012 г. X5 ожидает, что маржа останется на уровне 7%. По мнению менеджмента, текущие уровни рентабельности вполне адекватны, учитывая зрелость рынка ритейла. Компания не исключает, что прекращение промо-акций во 2 кв. и 3 кв. 2011 г. могло привести к снижению трафика в 4 кв. 2011 г., т.е. переходу покупателей к конкурентам. Промо-акции были возобновлены в 4 кв. 2011 г. и планируется их активизация в 2012 г.

В 2012 г. бюджет капвложений увеличен на 67%, будет частично финансироваться из заемных средств

- В 2011 г. капвложения составили 27 млрд руб. и были полностью профинансированы из собственных средств компании. На 2012 г. запланировано их значительное увеличение - до 45 млрд руб. (без НДС). Основные направления инвестиций - органический рост (крупных сделок M&A не предусматривается) и развитие логистики (укрупнение складских центров). Менеджмент рассчитывает, что большая часть инвестпрограммы будет также финансироваться из операционного потока, а остальное - от продажи некоторых активов (помещений, сдаваемых в аренду) и заемных средств.

Чистый долг/EBITDA планируется сохранить около 3,3x

- По оценкам менеджмента, соотношение Чистый долг/EBITDA на конец 2011 г. составило 3,3x, и в 2012 г. компания планирует удержаться на данном уровне.

Финансирование инвестпрограммы - основной вопрос

На наш взгляд, компания представила достаточно амбициозные планы по повышению эффективности: при снижении темпов роста выручки почти вдвое X5 намерена сохранить рентабельность по EBITDA на текущем уровне. Основное опасение вызывает значительно возросшая инвестпрограмма на фоне сохраняющейся высокой долговой нагрузки. В этой связи на первый план выходит способность компании генерировать достаточные денежные потоки от операционной деятельности.

Покупать Копейка БО-1

С момента недавнего вторичного размещения облигаций X5-4 их котировки выросли почти на 1 п.п. до 97,50% от номинала, что соответствует YTP 9,15% @ июль 2014 г., что, на наш взгляд, является справедливым уровнем. Мы обращаем внимание на короткие бумаги Копейка БО-1, предлагающие YTP 9,0% @ июль 2012 г., которые недооценены в сравнении с выпуском X5-4.

Совкомфлот: параметры приватизации ясны, но фрахтовый рынок может помешать

**Приватизация
состоится в этом году**

По словам директора департамента имущественных отношений Минэкономразвития Алексея Уварова, Совкомфлот (BBB-/Ba1/BBB-) будет приватизирован уже в этом году, причем, по мнению ведомства, именно Совкомфлот должен стать первой крупной компанией, которая разместится в 2012 г.

**Доля государства
снизится до 50%**

Таким образом, правительство наконец-то дало ответ на главный вопрос о сроках и примерной схеме приватизации крупнейшего российского оператора танкерного флота. Мы видим два ключевых момента в данной схеме приватизации: 1) в настоящее время государство является владельцем 100% акций компании, планируется снижение доли до 50% уже в этом году, хотя базовый сценарий ранее предполагал продажу только 25% акций; и 2) часть средств, привлеченных с рынка, пойдет непосредственно в компанию через продажу допэмиссии.

**Ситуация на
фрахтовом рынке
может помешать**

Мы считаем данную схему реализуемой только в случае восстановления рынка капитала, а также (что более важно) фрахтовых ставок. На танкерном рынке ситуация значительно улучшилась в январе 2012 г. Индекс танкерных ставок Platou вырос с 10 тыс. долл. в 3 кв. 2011 г. до 23 тыс. долл., а спотовые ставки на перевозку сырой нефти в январе увеличились на 17-45% по сравнению с декабрем 2011 г., в зависимости от дедвейта судна.

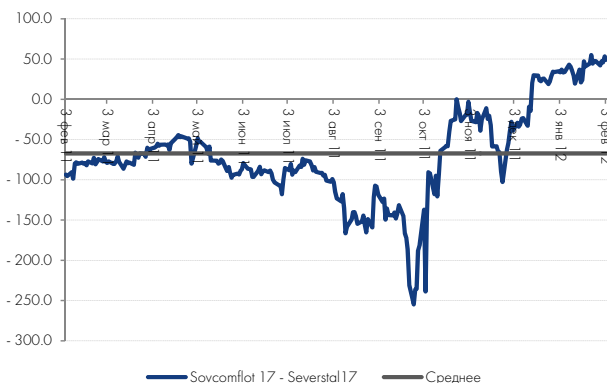
Однако данное улучшение, на наш взгляд, скорее является результатом не фундаментального восстановления рынка, а следствием обострения отношений Запада и Ирана и введения эмбарго на экспортируемую им нефть. Поэтому рост ставок может оказаться временным, а наличие переизбытка танкерных мощностей (хотя и сокращающегося) может развернуть тренд. Мы по-прежнему считаем, что устойчивое улучшение может произойти только в следующем году благодаря существенному сокращению заказов на новые танкеры и списанию внушительного объема флота в мире в течение 2012 г. из-за его нерентабельности.

Из негативных моментов объявленных параметров приватизации мы видим сокращение доли государства до 50% и, как следствие, исключение облигаций компании из индекса EMBI+ и потенциальное снижение кредитных рейтингов компании (а в случае ухудшения ситуации на фрахтовом рынке этому будет способствовать и вероятное ухудшение кредитных метрик). Положительным фактором, на наш взгляд, является получение части средств от публичного размещения на баланс компании для финансирования программы капвложений.

**Мы сохраняем нашу
рекомендацию
покупать Sovcomflot 17**

В нашем ежедневном комментарии от 12 декабря 2011 г. мы рекомендовали инвесторам покупать бумаги Sovcomflot 17, которые котировались на одном уровне с бондами Severstal 17, имеющими более низкие кредитные рейтинги. С момента рекомендации выпуск Sovcomflot 17 подорожал с 88,7% до 90,7%, при этом доходность снизилась с YTM 7,8% до 7,4%. Мы сохраняем нашу рекомендацию покупать бумаги Sovcomflot 17, спред которых к кривой Северстали расширился до 50 б.п. из-за опережающего снижения ее доходностей. Для хеджирования позиции от риска мы рекомендуем продавать RZD 17.

Совокомфлот теперь с премией к Северстали



Спред к РЖД остается расширенным



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Александр Дорошенко		(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин		(+7 495) 721 2846
-----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 221 9801

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.