

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- **Белоруссия** разместила **семилетние евробонды** на USD800 млн.; доходность выросла ввиду политических рисков и неопределенности с преемственностью власти; **выпуск интересен**
- **Греция** может получить деньги от EFSF на выкуп долгов; возможность реструктуризации напугала инвесторов; ЕЦБ сможет снизить объемы программы выкупа
- **Поднебесная** напугала рынки: бурный рост экономики **Китая** предвещает ужесточение монетарной политики; спрос на рискованные активы может снизиться
- **Меркель** поддержала идею экономического правительства еврозоны; вероятный фискальный союз поможет в решении долговых проблем региона
- **Евробонды компаний** не показали единой динамики; распродажи в суверенных бумагах продолжились; спред **Russia 30 – UST 10** сузился на фоне снижения доходности UST
- Предложение 10-летних еврооблигаций от **Халык Банка** выглядит интересно
- **ВымпелКом** назначил организаторов **выпуска евробондов**; ожидаем существенного предложения от компании с небольшой премией ко вторичному рынку
- **ВЭБ** увеличил объем выпуска **5-летних евробондов** до CHF400 млн.; предложение интересно
- **Рольф доплатил** инвесторам премию за досрочное погашение, сохранив статус крайне лояльной к кредиторам компании ([стр. 2-4](#))

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- **Ликвидности достаточно** в преддверии очередных налогов; ставки денежного рынка стабильны
- **Успешный аукцион по ОФЗ** – главное достижение среды; рынок предпочел **зафиксировать рост** первых дней недели; лучше рынка были только **бумаги металлургов** ([стр. 5](#))

МАКРОЭКОНОМИКА

- **Недельная инфляция** достигла **0.6%**; рост цен в **январе** обещает превысить **2%** ([стр. 6](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- Moody's понизило рейтинг **Банка Москвы** на одну ступень до «Ваа2/Негативный», а ЮниКредит официально заявил, что не намерен покупать акции Банка Москвы; для покупки интересен субординированный долг
- **Укрэксимбанк** не будет исполнять call-опцион; ожидаем падения котировок в UkrExim 16; логика эмитента экономически обоснована
- **X5** опубликовала неплохие операционные результаты за 2010 г.; более важными для кредитного качества остаются результаты сделки с Копейкой ([стр. 7-8](#))
- S&P поместило рейтинг **Северстали (BB-)** на пересмотр с позитивным прогнозом в результате планируемого IPO дочерней золотодобывающей компании. Исходя из оценок организаторов, будет привлечено около USD1.1-1.2 млрд. Дополнительный позитив, хотя ликвидность Северстали и так крепкая

СЕГОДНЯ

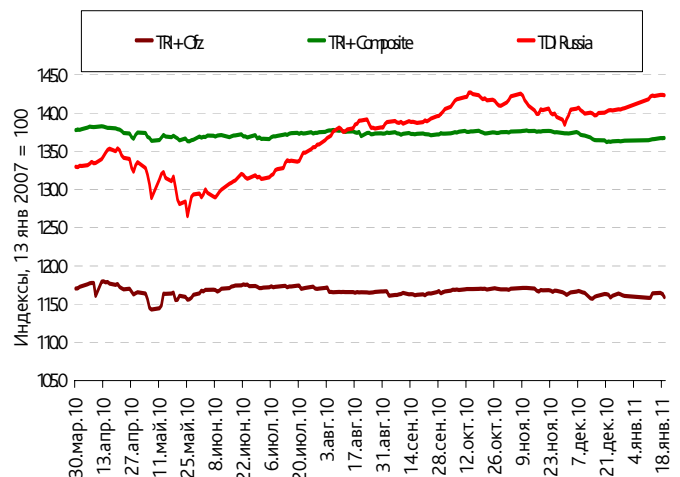
- Статистика США: первичные заявки на пособие по безработице, продажи домов на вторичном рынке, индекс деловой активности в производственном секторе Филадельфии

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↑ 193.00	2.00	-7.00	-6.00
EMBI+ spread	↑ 242.32	7.83	-0.82	1.19
Russia 30 Price	↓ 115.89	- 1/8	+ 4/8	+ 2/8
Russia 30 Spread	↑ 143.10	+5.10	-7.80	-5.40
Russia 5Y CDS	↑ 141.80	+0.10	-6.86	-4.71
UST 10y Yield	↓ 3.339	-0.03	-0.01	+0.00
BUND 10y Yield	↓ 3.104	-0.01	+0.16	+0.18
UST 10y/2y Yield	↓ 276.7	-1	+5	+3
Mexico 33 Spread	↑ 236	+8	+2	+4
Brazil 40 Spread	↑ 166	+8	+208	+216
Turkey 34 Spread	↑ 274	+7	+18	+17
ОФЗ 26199	↓ 5.94	-0.01	-0.22	-0.30
Москва 50	↓ 5.79	-0.11	-0.14	-0.09
Мособласть 8	↓ 7.85	-0.14	-0.43	-0.67
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	0.00
МТС 3	↓ 7.61	-0.00	-0.02	+0.15
Руб / \$	↓ 29.825	-0.228	-0.894	-0.525
\$ / EUR	↑ 1.347	+0.009	+0.037	+0.012
Руб / EUR	↑ 40.190	0.221	-0.282	-0.298
NDF 1 год	↓ 4.670	-0.030	-0.100	-0.030
RUR Overnight	↑ 2.25	+0.3	0.0	
Корсчета	↑ 690.3	+47.70	+61.40	-198.00
Депозиты в ЦБ	↓ 985.8	-43.00	+659.10	+416.20
Сальдо опер. ЦБ	↓ 485.70	-77.80	+330.30	+549.50
RTS Index	↓ 1899.06	-0.13%	+7.59%	+7.14%
Dow Jones Index	↓ 11825.29	-0.11%	+2.30%	+1.32%
Nasdaq	↓ 2725.36	-1.46%	+2.02%	+1.26%
Золото	↓ 1368.90	-0.30%	-1.35%	-3.24%
Нефть Urals	↓ 94.28	-0.72%	+3.56%	+2.26%

TRUST Bond Indices

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↑ 246.40	0.10	2.25	0.83
TRIP Composite	↑ 234.68	0.04	0.77	0.49
TRIP OFZ	↓ 184.15	-0.65	-0.47	0.14
TDI Russia	↓ 223.07	-0.02	3.15	0.82
TDI Ukraine	↓ 223.94	-0.12	4.88	1.64
TDI Kazakhs	↓ 182.85	-0.04	3.24	0.97
TDI Banks	↓ 221.23	-0.01	2.77	0.46
TDI Corp	↑ 236.34	0.11	4.74	1.64

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices




ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Белоруссия разместила семилетние евробонды на USD800 млн.; доходность выросла ввиду политических рисков и неопределенности с преемственностью власти; выпуск интересен

Накануне вечером белорусский Минфин сообщил о размещении республикой еврооблигаций на USD800 млн. по ставке 8.95%. С нашей точки зрения, бонды Белоруссии могут быть интересны, так как в настоящий момент обращающиеся на рынке бумаги этой страны, деноминированные в рублях, торгуются с премией к кривой ОФЗ в 260 бп. Долларовый же выпуск **Belarus 15** дает премию уже в 450 бп к кривой евробондов РФ, по новым евробондам она сопоставима или даже выше (от 440 до 465 бп – в зависимости от того, смотреть к Russia 30 или непосредственно суверенной кривой). Более того, к кривой украинских евробондов белорусские долларовые бонды также торгуются с премией, несмотря на относительно более высокий композитный рейтинг Белоруссии от трех ведущих мировых рейтинговых агентств.

Учитывая указанную доходность по новому выпуску, спред по нему к кривой еврооблигаций Украины будет еще больше (240 бп против 200 бп по выпуску **Belarus 15**), что, вероятно, отражает политические риски, возросшие после прошедших в Белоруссии президентских выборов. Кроме того, дополнительную премию за риск участники рынка могли потребовать ввиду неопределенности с преемственностью власти в стране. Погашение новых семилетних евробондов будет производиться уже после истечения срока полномочий президента республики Александра Лукашенко в 2016 году.

Стоит также отметить еще одну, уже политико-экономическую причину. Белоруссия вряд ли получит EUR3 млрд., которые были обещаны ей министрами иностранных дел Германии и Польши при условии проведения честных выборов. Кроме того, республику могут лишиться членства в программе «Восточное партнерство», отрезав ее тем самым от еще одного источника внешнего финансирования.

Греция может получить деньги от EFSF на выкуп долгов; возможность реструктуризации напугала инвесторов; ЕЦБ сможет снизить объемы программы выкупа

По информации германской Die Zeit, правительство ФРГ рассматривает возможность предоставления Греции права выкупа своих суверенных облигаций за счет средств европейского фонда финансовой стабильности (EFSF) в обмен на обещания Афин приложить больше усилий по снижению дефицита бюджета и госдолга.

Несмотря на то, что министерство финансов Греции опровергло данную информацию, подчеркнув, что вопрос о реструктуризации долгов не стоит на повестке дня, рынок суверенных облигаций периферийных стран в среду продемонстрировал высокую волатильность. Не смогло успокоить рынки и успешное размещение Португалией годовых облигаций на EUR750 млн. (доходность составила 4.03% против 5.28% на предыдущем аукционе, спрос превысил предложение в 3.1 раза против 2.5 раза в декабре).

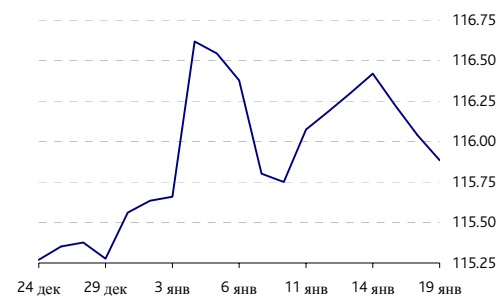
Сама возможность использования средств EFSF для выкупа долгов проблемных стран, с нашей точки зрения, может помочь урегулированию сложившейся в еврозоне ситуации, а также предоставить возможность ЕЦБ уклониться от выполнения несвойственных для него функций. Тем не менее, учитывая сохраняющуюся нервозность на рынке госдолга европейской периферии, любое упоминание о возможной реструктуризации (хотя и направленной, по сути, на преодоление долгового кризиса) будет, очевидно, и впредь вызывать рост доходностей бумаг стран зоны евро с непростым финансовым положением, включая, прежде всего, Грецию, Ирландию и Португалию.

Поднебесная напугала рынки: бурный рост экономики Китая предвещает ужесточение монетарной политики; спрос на рискованные активы может снизиться

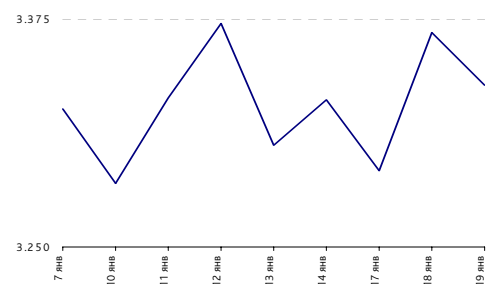
В четверг стало известно, что рост экономики КНР в четвертом квартале прошлого года ускорился до 9.8% против 9.6% в июле-сентябре. Это также оказалось выше прогнозов аналитиков, ожидавших, что ВВП Китая увеличится на 9.4% за последний квартал 2010 г. Всего за прошлый год китайская экономика выросла на 10.3% против 9.2% в 2009 г.

Подобная информация привела к увеличению опасений среди инвесторов относительно возможного дальнейшего ужесточения Китаем монетарной

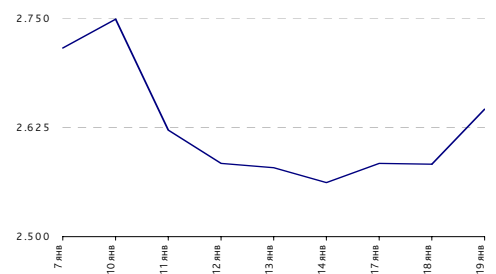
Russia 30 (Price)



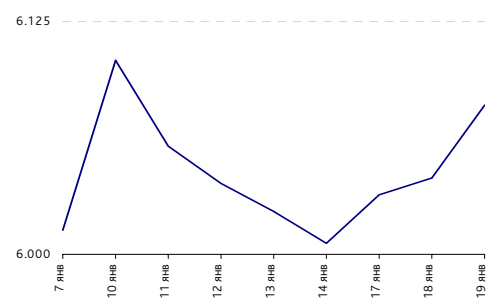
US Treasuries 10 Year (YTM)



Brazil 40 (YTM)



Turkey 34 (YTM)





политики для сдерживания инфляции. Фондовая Азия утром в четверг торгуется в минусе, на что повлияли также слабые статданные по рынку жилья США, где число новостроек в декабре сократилось на 4.3%, и слабая отчетность Goldman Sachs. Также под воздействием данных по КНР дешевеет нефть. Цена февральских фьючерсов на североморскую нефтяную смесь марки Brent откатилась на 0.26% - до 97.9 доллара за баррель.

Несмотря на то, что годовая инфляция в Китае в декабре 2010 г. составила 4.6%, снизившись с максимального за 2 года уровня в ноябре – 5.1%, общая за год инфляция составила 3.3%, что оказалось выше установленной правительством страны планки в 3.0%. Мы по-прежнему считаем, что основной задачей властей Поднебесной на текущий год будет дальнейшее сдерживание роста потребительских цен и недопущение перегрева экономики, что может привести к снижению спроса на рискованные активы.

Меркель поддержала идею экономического правительства еврозоны; вероятный фискальный союз поможет в решении долговых проблем региона

Канцлер ФРГ Ангела Меркель в интервью еженедельнику «Штерн» заявила о поддержке идеи единого экономического правительства для зоны евро. Берлин, ранее достаточно сдержанно относившийся к призывам Парижа, высказался за более тесную координацию при определении налоговой и социальной политики, разработке трудового законодательства и в некоторых других областях.

Несмотря на то, что до полноценного фискального союза в еврозоне пройдет еще наверняка немало времени, мы не можем не приветствовать стремление такого «гранда» ЕС к централизации экономической политики. Как мы ранее отмечали, управление монетарной политикой из одного центра, ЕЦБ, при значительных расхождениях между странами еврозоны в определении политики фискальной, является крайне затруднительным. Таким образом, создание фискального союза в дополнении к валютному может помочь зоне евро в решении ее долговых проблем и снизить степень мозаичности экономики ЕС.

Евробонды компаний не показали единой динамики; распродажи в суверенных бумагах продолжились; спред Russia 30 – UST 10 сузился на фоне снижения доходности UST

Среда охарактеризовалась разнонаправленной динамикой в корпоративных евробондах. Нефтегазовый сектор в целом чувствовал себя неважно: бумаги Газпрома, Лукойла и ТНК-ВР просели на 10-20 бп. Отрицательное изменение стоимости наблюдалось и в банковском секторе. Так, в среднем на 20 бп подешевели длинные бонды Банка Москвы и среднесрочные – Сбербанка.

Тем не менее, инвесторы в среду проявили значительный интерес к евробондам Евраза и РЖД. Долгосрочные бумаги первой компании подорожали на 60 бп, а облигации монополии выросли в цене на 40 бп.

В суверенных евробондах в среду продолжились продажи на фоне снижения аппетита инвесторов к риску, вызванного негативным внешним фоном. Индикативный выпуск Russia 30 снизился в цене на 20 бп, опустившись до отметки 115.9% от номинала. Спред Russia 30 – UST 10 сузился до 143 бп на фоне снижения доходности американских госбумаг, вызванного негативной статистикой по экономике США.

Предложение 10-летних еврооблигаций от Халык Банка (Ba2/V+/V+) выглядит интересно

Вчера по евробондам Халык Банка был установлен купон на уровне 7.25%, что при цене размещения в 98.26% от номинала обеспечило доходность к погашению YTM 7.50%. Объем выпуска составил USD500 млн. Напомним, что ранее ориентир по доходности был установлен на уровне MS+415-430 бп, т.е. размещение прошло по нижней границе.

Предложение мы считаем интересным, принимая во внимание нынешний спред более короткой бумаги HalykBk 17 в размере MS+402 бп. Справедливый уровень доходности нового выпуска мы видим на уровне 7.30%, поэтому ожидаем незначительного роста котировок.

ВымпелКом (Ba2/BB+/NR) назначил организаторов выпуска евробондов; ожидаем существенного предложения от компании с небольшой премией ко вторичному рынку

Как сообщает Bloomberg, ВымпелКом выдал мандат на организацию выпуска еврооблигаций индикативного объема банкам BNP Paribas, RBS и Citi.



Предварительные встречи с инвесторами пройдут 24 января.

Еврооблигации выпускаются для рефинансирования бридж-кредита, привлеченного материнской компанией VimpelCom Ltd. для финансирования сделки с Wind Telecom. Ранее компания заявляла, что половину из суммы в USD6.5 млрд. будет финансироваться за счет валютных займов. Таким образом, можно ожидать, что ВымпелКом предложит инвесторам еврооблигации до USD2.5-3.0 млрд., а именно поэтому стоит ожидать и привлекательной премии к уже обращающимся еврооблигациям компании.

На наш взгляд, инвесторов может привлечь доходность на уровне:

- 6.30-6.50%, если бумага будет 5-летней
- 6.80-7.10%, если бумага будет 7-летней
- и 7.20-7.50%, для 10-летней бумаги.

ВЭБ (Ваа1/BBB/BBB) увеличил объём выпуска 5-летних еврооблигаций до CHF400 млн.; предложение интересно

Вчера ВЭБ провел размещение 5-летних еврооблигаций, увеличив объём выпуска до CHF400 млн. с CHF300 млн. Купон был установлен на уровне 3.75%, что предполагает спред к свопам на уровне MS+224 бп.

Мы считаем предложение привлекательным для публичного долга российских эмитентов в швейцарских франках, где характерны более узкие спреды к свопам, нежели на рынке долларовых бумаг. В частности, более длинный выпуск VEB 17 обеспечивает спред на уровне 266 бп.

Рольф (Moody's: Саа1) доплатил инвесторам премию за досрочное погашение, сохранив статус крайне лояльной к кредиторам компании

Вчера Рольф опубликовал пресс-релиз, в котором указал, что урегулировал конфликт с инвесторами, возникший в результате выплаты крайне низкой премии за досрочное погашение. Как мы и предполагали ранее, ошибка носила технический характер, и компания согласовала с платежным агентом Citi новый вариант расчета премии. В результате инвесторам была доплачена сумма в размере USD5.47 млн., а итоговая премия составила 5.06% от номинала.

Ранее Рольф очень позитивно вел себя по отношению к своим кредиторам: в кризисный период эмитент предложил очень мягкие условия реструктуризации. Компания подтвердила за собой имя крайне надежного и лояльного по отношению к кредиторам заемщика.

Алексей Тодоров, aleksey.todorov@trust.ru

☎ 789-36-09

Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru

☎ 647-25-89

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru

☎ 786-23-48



ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Ликвидности достаточно в преддверии очередных налогов; ставки денежного рынка стабильны

Отсутствие заметного повышения ставок указывает на комфортный уровень ликвидности, что не может не радовать в преддверии очередных крупных налоговых выплат. Так, стоимость средств на 1 день на межбанке была выше привычного уровня лишь днем – 2.75-3.0%, а уже к вечеру упала до 2.25-2.5%. В сегменте [валютных свопов](#) в наиболее активной секции рубль-доллар ставки в течение торгов не превысили 2.6%. При этом стоимость 1-дневного междилерского РЕПО [под залог ОФЗ](#) и облигаций [первого эшелона](#) держится на минимуме за последние 4 месяца - 3.2-3.3%.

Поводом для оптимизма может служить то, что, несмотря на предварительные налоговые выплаты, успешный аукцион ОФЗ, возврат Минфину с депозитов банков RUB30 млрд., суммарный объем остатков на корсчетах и депозитах снизился лишь на RUB22.2 млрд. до RUB1.65 трлн. Такого запаса ликвидности достаточно для покрытия предстоящих платежей по НДС и акцизам (до 25 января) и налога на прибыль (до 28 января), и мы не ожидаем возникновения какой-либо существенной напряженности на денежном рынке в ближайшее время.

Успешный аукцион по ОФЗ – главное достижение среды; рынок предпочел зафиксировать рост первых дней недели; лучше рынка были только бумаги металлургов

Самым важным событием вчерашнего дня стал очень успешный аукцион по новому выпуску **ОФЗ 25076** срочностью 3 года. Минфину удалось разместить практически полностью заявленный объем в RUB30 млрд. с доходностью 7.03%, которая оказалась ближе к нижней границе анонсированного ранее диапазона (7.00-7.10%). Мы предсказывали подобный успех и с удовлетворением отмечаем, что на вторичном рынке уже после аукциона котировки бонда выросли еще более чем на 10 бп к концу дня: при средневзвешенной цене 100.5% на аукционе к вечеру бумага торговалась под 100.63%.

После двух дней сильного роста и удачной развязки с ОФЗ рынок предпочел перевести дух и зафиксировать прибыли: легкая коррекция в 5-10 бп прокатилась по всем бумагам, за исключением, пожалуй, бондов металлургов. Пожинают плоды своей относительной рыночной недооцененности по-прежнему Алроса и Evraz Group.

ТАБЛИЦА. ТОРГИ НАИБОЛЕЕ ЛИКВИДНЫМИ ОБЛИГАЦИЯМИ

	Issue	Trade volume (RUB mln)	Deals	Last close price	Previous price	Price change (bp)	Mat	Put
NEW	ОФЗ 25076	31 368	185	100.63				
	ОФЗ 25075	2 571	19	98.70	98.79	-9	15-Jul-15	
	ОФЗ 25069	1 240	7	107.62	107.64	-2	19-Sep-12	
	РЖД-0160	1 078	10	104.65	104.90	-25	5-Dec-12	
	АЛРОСА-21	980	19	101.22	101.10	12	18-Jun-15	20-Jun-13
	Сибметинвест-1	968	17	113.23	113.25	-2	10-Oct-19	20-Oct-14
	ТМК-160	877	6	101.08	101.00	9	22-Oct-13	
	ОФЗ 25073	863	17	101.47	101.46	1	1-Aug-12	
	Транснефть-3	819	13	107.21	107.75	-54	18-Sep-19	25-Sep-15
	ОФЗ 25071	767	20	103.60	103.57	4	26-Nov-14	
	ОФЗ 26203	728	16	97.97	98.14	-17	3-Aug-16	
	Сибметинвест-2	681	10	113.25	113.20	5	10-Oct-19	20-Oct-14
	ВТБ-560	648	12	100.31	100.44	-13	15-Mar-13	
	МТС-8	605	12	99.70	99.67	3	3-Nov-20	10-Nov-15
	Вымпелком-Инвест	546	21	99.80	99.92	-12	13-Oct-15	
	ФСК ЕЭС-06	543	10	99.82	99.77	5	15-Sep-20	24-Sep-13
	Евразхолдинг-2	519	11	101.97	101.73	24	19-Oct-20	26-Oct-15

Источник: ММВБ, НБ «ТРАСТ»

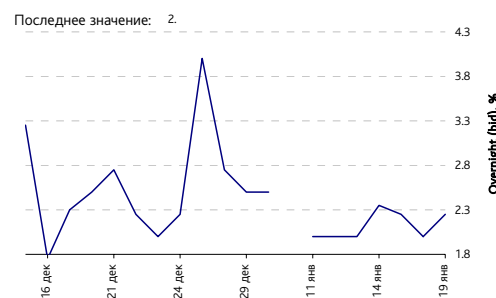
Леонид Игнатъев, leonid.ignatiev@trust.ru

☎ 647-23-60

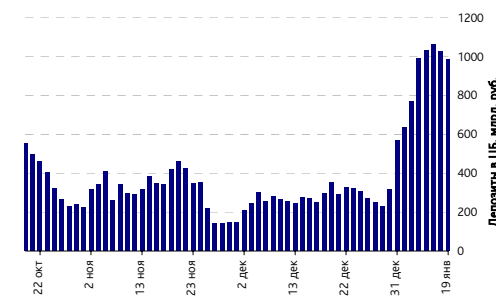
Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru

☎ 789-35-94

Ставка overnight (максимум, bid)



Депозиты в ЦБ РФ





МАКРОЭКОНОМИКА

Недельная инфляция достигла 0.6%; рост цен в январе обещает превысить 2%

Согласно опубликованным вчера данным ФСГС, недельный темп инфляции РФ с 11 по 17 января 2011 г. составил 0.6% против 0.8% за первые 11 дней января. С начала года накопленный показатель роста цен составил уже 1.4%.

КОММЕНТАРИЙ

Столь сильный рост цен не стал для нас неожиданностью и полностью укладывается в наш более ранний прогноз, согласно которому инфляция в январе может превысить 2%, а точнее – достигнуть порядка 2.4%. Принято считать, что январские данные не являются репрезентативными, поскольку удорожание продовольствия дополняется характерным для этой поры сезонным скачком тарифов, который и подстегивает инфляцию.

Однако если всплеск цен за первые 11 дней января до 0.8% привести в соответствие с недельными темпами и сопоставить эту цифру с недельной инфляцией в 0.6% (с 11 по 17 января), то сравнение будет говорить не в пользу последней. Если абстрагироваться от повышения тарифов (роста платы за жилье, отопление, водоснабжение и электроэнергию на 1.4-2.1%), нельзя не отметить, что на минувшей неделе быстрее дорожали практически все из приведенных Росстатом 14 продуктовых категорий, а именно: крупы (гречка +2.9%, пшено +1.9%), все виды хлеба (+0.6-0.7%), молочная продукция (+0.3-0.4%) и, самое главное, говядина (+1.4%), которая формирует весомую часть индекса.

Учитывая, что антиинфляционные меры в виде зерновых интервенций откладываются до февраля, а помимо дефицита нового урожая на потребительских ценах уже сказывается рост издержек производителей и монетарное давление, нынешний печально динамичный рост цен по этим позициям не предвещает ничего хорошего и сулит дальнейшее раскручивание продовольственной компоненты.

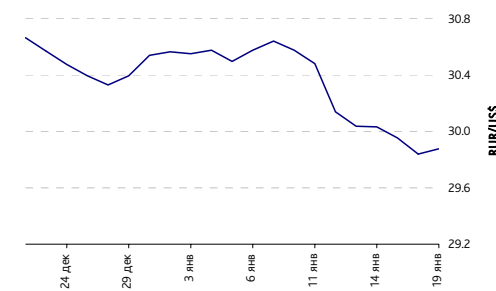
Накопленная с начала года инфляция достигла уже 1.4%, что не может не настораживать, поскольку таких высоких январских темпов инфляция последний раз достигала в 2009 г., а тогда рост цен был отголоском глобального продовольственного шока 2008 г., да и непродовольственная инфляция была вдвое выше.

По нашим оценкам, по мере ослабления давления от повышения тарифов, в оставшиеся дни января недельная инфляция может замедлиться до 0.4-0.5%, что будет соответствовать 2.4% за январь, тем самым достижение годовой инфляции отметки 10.0-11.0% видится реальным уже в феврале-марте 2011 г. Мы продолжаем придерживаться мнения, что в отсутствие действенных административных мер со стороны других ведомств, ЦБ может пойти на повышение всех ставок уже в феврале, - по 25 бп в месяц, всего на 75-100 бп до конца 1П 2011 г. (подробнее см. Навигатор долгового рынка от 12.01.11).

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru

☎ 789-35-94

Курс рубль/доллар





ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

БАНКИ И ФИНАНСЫ

Moody's понизило рейтинг Банка Москвы (Ваа2/NR/BBB-) на одну ступень до «Ваа2/Негативный», а ЮниКредит (NR/BBB-/BBB+) официально заявил, что не намерен покупать акции Банка Москвы; для покупки интересен субординированный долг

Вчера Moody's понизило рейтинг Банка Москвы на одну ступень до уровня Ваа2, установив по нему «негативный» прогноз. В качестве основной причины аналитики выделяют снижение системной поддержки со стороны Правительства Москвы и федерального центра в связи с планируемой продажей контрольного пакета акций.

Также, по данным Интерфакс, представители менеджмента ЮниКредит банка высказали намерение органически развивать бизнес в России и, соответственно, незаинтересованность в покупке Банка Москвы.

КОММЕНТАРИЙ

С точки зрения рынка еврообондов Банка Москвы, к действию рейтингового агентства мы склонны относиться нейтрально. Мы не ожидаем увидеть существенной негативной реакции инвесторов в среднесрочной перспективе, поскольку изменение рейтинга учитывает, пожалуй, только намерения Правительства Москвы продать актив и совсем не принимает в расчет кредитоспособность единственного потенциального покупателя – госбанка ВТБ с рейтингами Ваа1/BBB/BBB.

На наш взгляд, стоит принять во внимание сильные стороны потенциального покупателя – ВТБ, заключение сделки с которым мы ожидаем увидеть в ближайшие 2-3 недели. Вероятность того, что покупателем станет ВТБ, увеличивается и по мере официального отказа от еще одного претендента на покупку акций Банка Москвы – ЮниКредит банка. Вчерашние заявления менеджмента итало-австрийской банковской группы об отсутствии M&A планов на российском рынке мы воспринимаем именно в контексте сделки по продаже контрольного пакета Банка Москвы.

Мы полагаем, что участие ВТБ в капитале Банка Москвы способно оказать такую же поддержку кредитному профилю последнего, какую может обеспечивать Правительство Москвы. Более того, степень системной господдержки к активам группы ВТБ нам видится даже более высокой, чем к Банку Москвы в его нынешнем статусе.

ВТБ является государственной структурой и обладает ресурсами для поддержания Банка Москвы в случае необходимости. Мы исключаем возможность потери Банком Москвы статуса опорного банка для города в случае покупки контрольного пакета акций со стороны ВТБ.

Из еврооблигаций банка наибольший интерес представляет субординированный выпуск **MosBk 17**, который на текущий момент торгуется на уровне 100.4% от номинала. При условии исполнения call-опциона через 2 года текущий уровень спреда к свопам на уровне 555 бп мы считаем слишком широким против спреда, который дает обычный еврообонд **MosBk 13**, - 335 бп. Более того, спред к свопам при неисполнении опциона (OAS) также выглядит привлекательно, составляя 580 бп.

Другие еврооблигации эмитента не представляют особого интереса. Так, субординированные еврооблигации **MosBk 15** (YTM 6.40%) предлагают премию к главному выпуску **MosBk 15N** (YTM 5.70%) на уровне 70 бп, что мы находим вполне справедливым.

Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru ☎ 647-23-60
Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru ☎ 786-23-48

Укрэксимбанк (B3/NR/B) не будет исполнять call-опцион; ожидаем падения котировок в UkrExim 16; логика эмитента экономически обоснована

Вчера Укрэксимбанк объявил, что не планирует исполнять call-опцион по субординированным еврооблигациям с погашением в 2016 году. Причиной неисполнения опциона называется указ НБУ о запрете погашения субординированного долга с целью поддержания уровня капитализации банковской системы в стране.



КОММЕНТАРИЙ

Укрэксимбанк обладает, пожалуй, наиболее устойчивым кредитным профилем среди украинских банков, располагая существенной государственной поддержкой. В частности, неоднократно на протяжении 2009-2010 гг. банку вливался капитал со стороны государства, и показатель Tier 1 является одним из наиболее высоких в стране (28.5%, по данным на 1П 2010). Поэтому мы полагаем, что распоряжение НБУ касается, скорее, украинских банков в целом, а не Укрэксимбанка в отдельности.

В то же время мы не рассчитываем на использование права досрочного выкупа бумаг со стороны эмитента ближайшие год-два в связи с распоряжением НБУ. Напомним, что после февраля 2011 года по выпуску **UkrExim 16** каждые полгода предполагается право на досрочное погашение. Неисполнение опциона экономически оправдано и для самого банка. После февраля 2011 года устанавливается ставка купона, равная минимальному значению между Libor+5 п.п. или UST+5.865 п.п., т.е. более выгодные условия относительно текущих рыночных доходностей. Для ориентира: несубординированные еврооблигации **UkrExim 15** обеспечивают доходность YTM 7.16%, то есть более чем на 150 бп ниже, чем купон по субординированным еврооблигациям с погашением в 2016 г.

Вчера евробонд **UkrExim 16** торговался на уровне 94.4% от номинала, несколько отыграв минимум в 93.9%. Котировки еврооблигаций в январе существенно просели в цене с 97-98% от номинала из-за отсутствия информации о намерениях банка исполнить опцион. Мы не видим потенциала для роста котировок бумаг выше номинала и в дальнейшем.

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru ☎ 786-23-48

ТОРГОВЛЯ

X5 (B1/BV-/NR) опубликовала неплохие операционные результаты за 2010 г.; более важными для кредитного качества остаются результаты сделки с Копейкой

Выручка с учетом результатов Копейки за декабрь достигла RUB391 млрд.

LFL-продажи выросли на 7% при росте трафика на 3%.

Количество открытых магазинов составило 473 без учета присоединяемых магазинов Копейки (660 магазинов различных форматов).

КОММЕНТАРИЙ

Операционные показатели X5 продемонстрировали ожидаемый рост: рублевая выручка без учета результатов Копейки увеличилась на 24% (+30% в долларовом эквиваленте) или на 44%, если учитывать по форме декабрьскую выручку Копейки. Рост сопоставимых продаж составил 7%, что ниже показателя 2009 г., в котором продажи увеличились на 10%.

Основным драйвером роста операционных показателей остаются магазины формата «дискаунтер», рост продаж и трафика в которых составил 13% и 2% соответственно. Стоит отметить, что формат «гипермаркет» продолжает демонстрировать несколько негативную динамику операционных показателей в терминах LFL-продаж (0% по итогам года) и роста трафика (-2%) из-за усиливающейся конкуренции на рынках Санкт-Петербурга (основной рынок, где работает сеть «Карусель»).

Количество магазинов X5 с учетом 660 присоединяемых магазинов сети Копейка увеличилось на 1,097. Компания прогнозирует в 2011 г. открыть еще 540 магазинов.

На данный момент инвесторов больше всего интересует финансовый результат сделки с Копейкой, который в полной мере отразится в годовой отчетности ритейлера. Ранее мы оценивали увеличение долговой нагрузки компании в терминах «Долг/EBITDA» на уровне 3.0x, что с формальной точки зрения слишком много для рейтинга категории double-B. Мы по-прежнему ожидаем, что после того, как X5 опубликует годовую отчетность, S&P может понизить ее рейтинг до B+.

На наш взгляд, облигации X5 выглядят перекупленными, а бонды Копейки уже сузили спред к бумагам X5 практически до минимальных значений. Мы не видим интересных торговых идей в этих бумагах.

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



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
20 января	НДС
25 января	НДПИ и акцизы
28 января	Налог на прибыль

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/ Погашение
21 янв 11	Интерград	900	15	9.1	11 июл 12
21 янв 11	Синергия-3	2 500	10	10	24 фев 11
26 янв 11	ЛК УралСиб-5	3 000	14.25	8.5	19 янв 12
26 янв 11	ПромТрактор-3	5 000	18	18	26 апр 11
1 фев 11	ИАРТ	1 000	12		
8 фев 11	ЛСР-2	5 000	13.5		
8 фев 11	Мой Банк-3	1 500	10	10	7 авг 12
11 фев 11	Банк Москвы-2	10 000	7.5		
11 фев 11	Вестер-Финанс	1 500	15.25		
11 фев 11	Фортум-2	5 000	7.6		
14 фев 11	ВТБ24-2	10 000	7.35		
14 фев 11	Далур	520	14		
16 фев 11	ПЭС	63	9		
18 фев 11	Глобэкс-16о	5 000	9.25		

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) 789-36-09

Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94

Алексей Тодоров

Департамент кредитного анализа

Сергей Гончаров +7 (495) 786-23-48

Юлия Сафарбакова

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 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.