

# Ежедневный обзор долговых рынков от 10 сентября 2012 г.



## Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение День к нач. года	
<b>Валютный рынок</b>			
EUR/USD	1.282 ▲	1.5%	-1.1%
USD/RUB	31.65 ▼	-1.1%	-1.5%
Корзина валют/RUB	35.71 ▼	0.0%	-2.1%
<b>Денежный рынок</b>			
Корсчета, млрд руб.	446.2 ▼	-23.3	-701.2
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	108.0 ▲	12.1	-100.7
MOSPRIME о/п, п.п.	5.1 ▼	-0.4	-0.5
3M-MOSPRIME, п.п.	7.1 ■	0.0	-0.1
3M-LIBOR, п.п.	0.41 ▼	0.0	-0.2
<b>Долговой рынок</b>			
UST-2, п.п.	0.25 ▼	0.0	0.0
UST-10, п.п.	1.67 ▼	0.0	-0.2
Russia 30, п.п.	2.86 ▼	0.0	-1.7
Russia 5Y CDS, б.п.	140 ▼	-6.9	-134.7
EMBI+	289 ▼	-4	-88
EMBI+ Russia	174 ▼	-4	-147
<b>Товарный рынок</b>			
Urals, долл./барр.	113.58 ▲	1.3%	7.4%
Золото, долл./унц.	1735.7 ▲	2.1%	11.0%
<b>Фондовый рынок</b>			
ТСX	1,472 ▲	2.4%	6.5%
Dow Jones	13,307 ▲	0.1%	8.9%
Nikkei	8,872 ▲	2.2%	4.9%

Источник: Bloomberg

## Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

## Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

## РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- В пятницу инвесторы продолжили покупать рискованные активы, отыгрывая планы ЕЦБ по выкупу облигаций (ОМТ) и расширение списка активов, принимаемых в обеспечение. При этом, правда, рынки по сути игнорировали, что программа ОМТ содержит ряд условий, которые Италия и Испания пока не готовы принять. Североамериканским фондовым площадкам удалось закрыться в плюсе: DJIA (+0,1%), S&P 500 (+0,4%). Для долга американского Казначейства день выдался достаточно волатильным: доходность UST10 (УТМ 1,67%) в пятницу пробивала уровень 1,60%, по итогам дня потеряв 1 б.п.
- Данные по рынку труда оказались хуже ожиданий рынка, что несколько повысило вероятность того, что на ближайшем заседании Комитета по открытым рынкам ФРС будут предприняты какие-нибудь шаги по стимулированию экономики. Безработица в августе снизилась до минимального с начала 2009 г. значения в 8,1% – в основном из-за выбытия рабочей силы. Доля участия населения в рабочей силе продолжила снижаться и достигла минимального с сентября 1981 г. уровня в 63,5%. Количество созданных новых рабочих мест (96 тыс.) оказалось ниже ожиданий (130 тыс.), а данные за предыдущий месяц были пересмотрены в сторону снижения. Доллар потерял по отношению к евро порядка 1,4% и завершил прошлую неделю в районе 1,28 долл. за евро, что является минимумом с мая текущего года.
- Поддержку рынкам оказали и намерения Китая потратить на развитие инфраструктуры еще порядка 160 млрд долл. Вышедшие в выходные данные по промпроизводству в августе (+8,9% г/г) – минимальные за три года – также указали на то, что можно ожидать от Китая более решительных дополнительных стимулирующих мер.
- Ралли в российских евробондах продолжилось: по данным Bloomberg, цена RUSSIA30 достигла 126,3% от номинала, спред к UST10 ужался на 4 б.п. до 119 б.п.
- В рублевых облигациях в пятницу можно было наблюдать разнонаправленную динамику на фоне небольшого укрепления рубля и умеренного внешнего позитива. В частности, в ОФЗ сохранился спрос на 10-летний выпуск (+35 б.п.), подросли в цене некоторые среднесрочные серии (25080, 26203: +15-20 б.п.). При этом 9-летнюю и 15-летнюю бумаги, наоборот, продавали (снижение на 20-35 б.п.).

## ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

- Доходность 15-летних ОФЗ выбивается из кривой

## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- Денежный рынок: ставки вблизи 4-месячного минимума

## ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ТКС Банк (-В/В): отчетность за 1П12 по МСФО как очередной повод обратить внимание на публичный долг банка
- КБ «Ренессанс Капитал» (В/В/В): выборочные результаты за 1П12 по МСФО нейтральны для кредитного качества

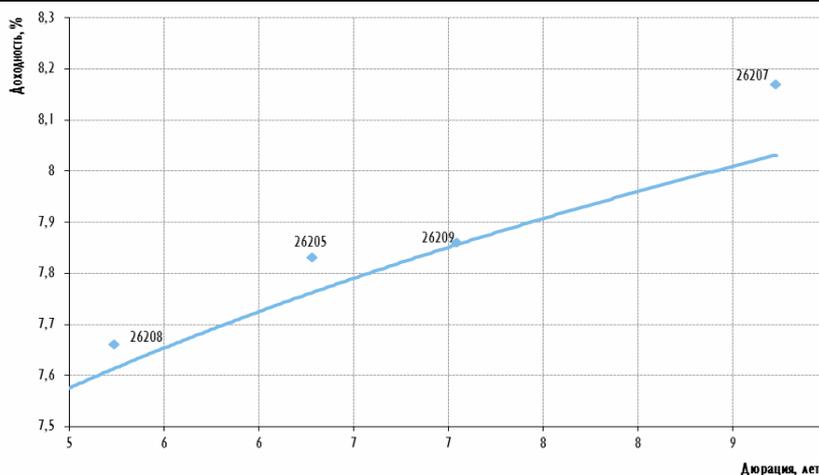


## ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

**Доходность 15-летних ОФЗ выбивается из кривой**

Мы обращаем внимание на довольно плоский характер кривой ОФЗ на отрезке 9-10 лет: по итогам пятницы премия 10-летней бумаги 26209 (УТМ 7,86%) к 9-летней 26205 (7,83%) составляла всего 3 б.п. На этом фоне доходность 15-летнего выпуска на уровне 8,17% заметно выбивается из кривой: премия к 10-летней бумаге составляет порядка 30 б.п., притом что спред за аналогичную разницу в дюрации между 10-летней и 7-летней бумагой (26209 и 26208) составляет всего 20 б.п. На наш взгляд, 15-летний выпуск может показать динамику «лучше рынка», если общий фон (внутренний и внешний) в целом будет способствовать спросу на рублевый риск.

На этой неделе Минфин по плану должен размещать 20 млрд руб. 7-летнего выпуска. В то же время нельзя исключать, что, реагируя на высокий спрос на аукционе на прошлой неделе, предложение может быть увеличено и за счет 15-летней бумаги, размещение которой стоит в плане на следующую неделю (10 млрд руб. из изначально запланированных 25 млрд руб., после того как 15 млрд руб. было предложено на аукционе 8 августа).

**Кривая ОФЗ по состоянию на 10.09.2012 г.**

Источник: Bloomberg

Яков Яковлев  
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru  
+7 (495) 988 24 92

## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

**Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР**

Источник: Bloomberg

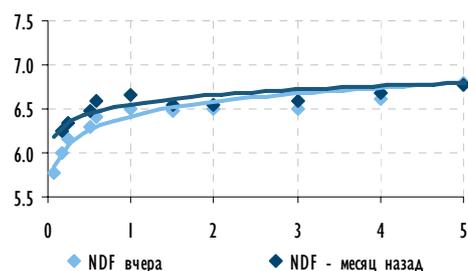
**Денежный рынок: ставки вблизи 4-месячного минимума**

- ▶ Чистая ликвидная позиция выросла на 1,2 млрд руб.

Совокупные остатки на корсчетах и депозитах по состоянию на утро 10 сентября снизились еще на 11,2 млрд руб. до 554,2 млрд руб. Совокупная задолженность банков перед ЦБ и Росказной уменьшилась практически на ту же самую величину (на 12,4 млрд руб.) до 2,05 трлн руб. В итоге чистая ликвидная позиция изменилась незначительно (+1,2 млрд руб.) и осталась вблизи минус 1,5 трлн руб.

- ▶ Операции рефинансирования: ЦБ установил «технический» лимит

В пятницу Банк России установил «технический» лимит (10,0 млрд руб.) на аукционе 1-дневного РЕПО. Средневзвешенная ставка по итогам утренней сессии составила 5,65% – практически без изменений относительно предыдущего дня.

**Ставки по беспоставочным форвардам на руб./долл. (NDF)**


Источник: Bloomberg

**▶ Ставки междилерского РЕПО упали на 26 б.п.**

Ставки 1-дневного междилерского РЕПО под залог облигаций снизились на 26 б.п. до 5,27%. Оборот торгов вырос на 2,3 млрд руб. до 117,2 млрд руб.

Примечательно, что на прошлой неделе ставки денежного рынка оставались вблизи своего 4-месячного минимума: банки накопили много «избыточной» задолженности в ЦБ, от которой избавлялись на прошлой неделе.

**▶ Валютный рынок: доллар подешевел, евро укрепился**

В пятницу укрепление рубля продолжилось, хотя уже более низкими темпами. Бивалютная корзина подешевела всего на 0,03 руб. до 35,68 руб. Доллар продолжает терять позиции – по итогам дня он закрылся на 31,70 руб. (-0,24 руб.). Евро, напротив, совершил скачок на волне «ЕЦБ-позитива», его курс прибавил 0,24 руб. до 40,54 руб./евро. Ставки NDF снизились на ближнем участке кривой на 6-9 б.п. и остались практически без изменений на дальнем.

Иван Синельников  
Ivan.Sinelnikov@gazprombank.ru  
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 40 74)

**КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ**
**ТКС Банк**  
S&P/Moody's/Fitch

-/B2/B

**ТКС Банк: отчетность за 1П12 по МСФО как очередной повод обратить внимание на публичный долг банка**

**Новость.** На прошлой неделе Egidaco Investments Plc – материнская компания ТКС Банка – опубликовала консолидированную финансовую отчетность за 1П12 по МСФО.

**Комментарий.** Результаты ТКС Банка выглядят традиционно впечатляюще с точки зрения прибыльности. Кредитный портфель продолжает расти «взрывными» темпами: +60% по нетто-показателю с начала года – а доходность выдаваемых организацией карточных кредитов остается высокой (56% в 1П12 против 58% по 2011 г.). Благодаря этому банк по-прежнему генерирует достаточно доходов, чтобы компенсировать и высокую стоимость фондирования (13,1% по итогам 1П12), и растущие операционные расходы (+68% г/г), и существенные отчисления в резервы (стоимость риска 7,8%). Рентабельность капитала банка в 1П12 составила 62,1% (аннуализированный показатель).

Нельзя не заметить, что качество кредитного портфеля банка остается высоким – доля NPL с просрочкой более 90 дней на отчетную дату составляла 3,9% (против 4,0% на конец 2011 г.). С другой стороны, разница между начисленными и полученными банком процентными доходами («альтернативный» показатель качества портфеля) в отчетном периоде была существенной, – 17,7%.

При всей сложности и неоднозначности восприятия кредитного профиля ТКС Банка инвесторами мы обращаем внимание на тот факт, что в моменте банк является прекрасной «машиной» по генерированию ликвидности в самой разной форме:

- ▶ долг по выдаваемым банком кредитным картам является амортизируемым и может погашаться досрочно – в июле, к примеру, поступление наличности в банк за счет этого источника составило свыше 5,0 млрд руб. (наши оценки на основании данных РСБУ);
- ▶ за 1П12 (данные МСФО) банк получил свыше 6,8 млрд руб. наличного процентного дохода по кредитам (более 1,1 млрд руб. ежемесячно);
- ▶ остаток текущих и срочных средств физических лиц на балансе банка за первые 7 месяцев года (данные РСБУ) вырос на 8,7 млрд руб., что соответствует ежемесячному приросту на 1,2 млрд руб.



Для сравнения: текущие расходы банка, включая проценты по обязательствам, комиссии, операционные траты и налоги, составили по итогам 1П12 (МСФО) чуть более 0,7 млрд руб. ежемесячно.

Основные финансовые результаты ТКС Банка по МСФО, млн руб.\*

	2010	2011	1П12
<b>Отчет о совокупном доходе</b>			
Чистые процентные доходы	2 903	7 446	6 351
Комиссионные расходы	(83)	(186)	(104)
Операционные расходы	(1 886)	(3 644)	(2 948)
Резервы по кредитам	(849)	(1 230)	(1 161)
Чистая прибыль	277	2 007	1 600
<b>Активы</b>			
Денежные средства и эквиваленты	1 551	5 255	5 136
Чистые кредиты клиентам	9 643	21 362	34 089
Всего активов	12 347	29 467	42 564
<b>Обязательства и капитал</b>			
Средства клиентов	5 308	11 646	19 199
Выпущенные долги	4 376	13 295	15 652
Прочие долги	956	0	0
Собственный капитал	1 337	3 770	6 536
<b>Ключевые коэффициенты</b>			
Рентабельность капитала (ROAE)	23,1%	78,6%	62,1%
Рентабельность активов (ROAA)	3,0%	9,6%	8,9%
Чистая процентная маржа (NIM)	31,8%	38,0%	37,1%
Доходность активов	46,2%	49,8%	48,5%
Стоимость пассивов	16,8%	12,9%	13,1%
Чистый процентный спред (NIS)	29,4%	36,8%	35,4%
Расходы/Доходы (C/I)	61,3%	49,7%	47,7%
Стоимость риска	10,3%	7,4%	7,8%
Чистые кредиты/Депозиты	181,7%	183,4%	177,6%
NPL/Кредиты	6,7%	4,0%	3,9%
Резервы/Кредиты	7,4%	6,5%	6,7%
Капитал/Активы	10,8%	12,8%	15,4%
Денежные средства/Активы	12,6%	17,8%	12,1%

\* показатели баланса переведены из долларов США в рубли по курсу ЦБ на конец отчетного периода, показатели отчета о совокупном доходе – по среднему курсу за период

Источник: ТКС Банк, ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

С этой точки зрения, безусловно, даже с учетом фундаментальных рисков те двузначные уровни доходности, на которых в настоящее время торгуется публичный долг банка, – особенно короткий – выглядят излишними. Среди сдерживающих факторов для котировок бумаг при этом обязательно присутствует риск нового первичного предложения со стороны эмитента.

Юрий Тулинов  
Yury.Tulinov@gazprombank.ru  
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 17)

**КБ «Ренессанс Капитал»: выборочные результаты за 1П12 по МСФО нейтральны для кредитного качества**

**Новость.** В пятницу КБ «Ренессанс Капитал» раскрыл ключевые неаудированные показатели деятельности по итогам 1П12 (МСФО):

- ▶ чистый кредитный портфель банка к 30.06.12 г. достиг 55,9 млрд руб. (прирост на 6,7% за квартал и на 12,2% с начала года),
- ▶ доля NPL с просрочкой более 90 дней в портфеле банка составила на отчетную дату 6,7% (против 5,6% по итогам 1К12 и 4,6% на конец 2011 г.),
- ▶ средства клиентов банка на 30.06.12 г. составили 42,7 млрд руб. (+8,1% за квартал и +43,5% с начала года),
- ▶ объем заработанной банком чистой прибыли составил за полугодие 1,3 млрд руб. (аннуализированный показатель ROAE в 18,3%).

КБ «Ренессанс Капитал»  
S&P/Moody's/Fitch

B/B2/B



**Комментарий.** Очевидно, что в первом полугодии бизнес КБ «Ренессанс Капитал» рос не самыми быстрыми темпами – по крайней мере, в активной части баланса. К примеру, из 20 банков с крупнейшими портфелями кредитов физическим лицам на конец 1П12 (данные РСБУ) КБ «Ренессанс Капитал» показал 10-й результат по приросту валового розничного портфеля за первые 6 месяцев года. Возможно, в этом кроется одна из причин роста доли NPL в портфеле банка, который тем более неприятен, если вспомнить, что прежде – в момент публикации ключевых показателей за 1К12 в мае т.г. – банк ожидал увидеть снижение показателя по итогам 2-го квартала года.

Вполне закономерно, что относительно более медленные темпы роста бизнеса банка позволяют ему демонстрировать более высокие показатели капитализированности (22% по совокупному показателю достаточности капитала) по сравнению со многими конкурентами (17,4% – для Русского стандарта, 17,1% – для ХКФ Банка, 13,5% – для Восточного экспресса). С обратной стороны, на фоне этих же конкурентов (62,1% для ТКС Банка, 40,2% для ХКФ Банка, 31,0% для Восточного экспресса, 23,1% для Русского стандарта) показатель рентабельности капитала КБ «Ренессанс Капитал» в отчетном полугодии (18,3%) не слишком впечатляет.

Не может не радовать продолжающийся приток в банк депозитов – источника фондирования, традиционно не отличающегося особой текучестью в российских реалиях. Добавим также, что с высокой долей вероятности банку удастся продемонстрировать куда более внушительную динамику ключевых показателей по итогам более активного второго полугодия.

Выпуски рублевых облигаций банка остаются привлекательными для склонных к риску инвесторов с целью удержания до оферты летом 2013 г. Евробонд RCCF13 в настоящее время неликвиден.

Юрий Тулинов  
Yury.Tulinov@gazprombank.ru  
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 17)



## Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
10.09.12	Оферта <b>РЖД, 13</b>	15 000
12.09.12	Аукцион <b>ОФЗ-26208</b>	20 000
13.09.12	Купонные выплаты по ОФЗ	5 487
17.09.12	Аукцион прямого РЕПО с ЦБ на 3 месяца Уплата страховых взносов в фонды	
19.09.12	Погашение <b>ОФЗ-25069</b> Аукцион <b>ОФЗ-26207</b> Возврат средств 3-месячного РЕПО с ЦБ	45 000 25 000 15 000
20.09.12	Уплата 1/3 НДС за 2-й квартал 2012 г.	
24.09.12	Оферта <b>Русфинанс Банк, 8</b>	2 000
25.09.12	Погашение <b>Национальный капитал, 1</b> Оферта <b>ГСС, 1</b> Оферта <b>Русфинанс Банк, 9</b> Оферта <b>Транскапиталбанк, 2</b> Уплата акцизов, НДС	3 000 5 000 2 000 1 800
26.09.12	Оферта <b>Банк Зенит БО-2</b> Оферта <b>РМБ, 3</b> Аукцион <b>ОФЗ-25080</b> Купонные выплаты по ОФЗ	5 000 1 100 25 000 6 068
28.09.12	Уплата налога на прибыль	
01.10.12	Оферта <b>Восточный экспресс БО-2</b>	2 000

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters

## Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
13.09.12	<b>АФК "Система"</b> : финансовые результаты по US GAAP	2К12
20.11.12	<b>МТС</b> : финансовые результаты по US GAAP	3К12
21.11.12	<b>Alliance oil</b> : финансовые результаты по МСФО	3К12

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



## Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1  
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

### Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Алексей Демкин, СГА

И.о. начальника департамента

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

### Управление анализа фондового рынка

#### Стратегия на фондовом рынке

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

#### Металлургия

Наталья Шевелева

+7 (495) 983 18 00, доб. 21448

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

#### Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

#### Технический анализ рынков и акций

Владимир Кравчук, к. ф.-м. н

+7 (495) 983 18 00, доб. 21479

#### Редакторская группа

#### Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

#### Макроэкономика

Иван Синельников

+7 (495) 983 18 00, доб. 54074

#### Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

#### Потребительский сектор

Виталий Баикин

+7 (495) 983 18 00, доб. 54072

Михаил Сиделёв

+7 (495) 983 18 00, доб. 54084

#### Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

#### Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

#### Телекоммуникации и медиа

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

### Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, СГА

Начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

#### Стратегия

Иван Синельников

+7 (495) 983 18 00, доб. 54074

#### Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00, доб. 21417

### Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

Управляющий директор - Начальник департамента

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

#### Управление торговлей и продаж инструментов фондового рынка

##### Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодикина

+7 (495) 988 23 75

##### Трейдинг

Александр Питалефф, старший трейдер

+7 (495) 988 24 10

Денис Войникоис

+7 (495) 983 74 19

Антон Жуков

+7 (495) 988 24 11

#### Управление рынков фондового капитала

Алексей Семенов, СГА

Начальник управления

+7 (495) 989 91 34

### Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

Начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

#### Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

Начальник управления

+7 (495) 913 74 44

#### Управление торговлей и продаж долговых инструментов

Андрей Мионов

Начальник управления

+7 (495) 428 23 66

##### Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пещини

+7 (495) 989 91 27

##### Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

### Управление электронной торговлей

Максим Малетин

Начальник управления

+7 (495) 983 18 59

broker@gazprombank.ru

##### Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00, доб. 21455

Кирилл Иванов

+7 (495) 988 24 54, доб. 54064

Дмитрий Лапин

+7 (495) 428 50 74

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

#### Трейдинг +7 (800) 200 70 88

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев, СГА

+7 (495) 913 78 57

Владимир Красов

+7 (495) 719 19 20

Copyright © 2003 – 2012. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее – ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.