

Конъюнктура рынков

Внешние рынки

Глобальные площадки вчера находились в эйфории после аукциона ЕЦБ, где объем удовлетворенных заявок превзошел ожидания. Однако период избыточного позитива оказался не столь продолжительным, как хотелось бы. Готовность ЕЦБ покупать португальские бонды воспринята негативно. Анонс начинающегося сегодня саммита ЕС разочаровал отсутствием в повестке обсуждения столь насущных финансовых вопросов. Пессимизма добавили американские фондовые площадки своей коррекцией после выступления главы ФРС Б.Бернанке.

Российские еврооблигации

Для российских еврооблигаций последние торги февраля складывались весьма позитивно - день обозначил новые локальные максимумы. Вместе с тем, в отдельных бумагах частично положительные переоценки были нивелированы пессимизмом из США.

Рублевые облигации

На внутреннем долговом рынке вчера преобладали позитивные настроения: рост торговой активности и «перевес» положительных переоценок. Но надо отдавать отчет в том, что эйфория была во многом «технического» характера и после подобного всплеска в ближайшие дни все будет возвращаться к прежнему формату торгов.

FX/Rates

ЦБ «поддержал» участников рынка в процессе возврата Минфину и ЖКХ средств с депозитов – задолженность РЕПО существенно возросла. Потребность в рублевой ликвидности на некоторое время сокращается – рублю сложно противостоять давлению укрепляющегося доллара.

Наши ожидания

От сегодняшнего саммита ЕС инвесторы не ждут какого-то позитива, на этом фоне наблюдается довольно слабый спрос на европейскую валюту и европейские долговые бумаги. Вероятно, ситуацию несколько «разрядят» макроотчеты, ключевые сегодня - это: оценки потребительской инфляции в ЕС за февраль и безработица в Еврозоне за январь, а также февральские американские индексы ISM Manufacturing. Однако более вероятны попытки разделить вчерашние пессимистические настроения американских площадок. Российский долговой рынок, как мы полагаем, сегодня также окажется под давлением внешних негативных настроений – желание зафиксировать вчерашний рост может стать причиной усиления отрицательных переоценок.

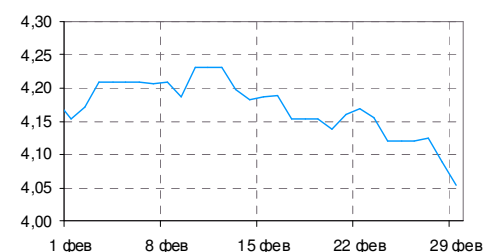
В части денежного рынка отметим, что на фоне уменьшившейся потребности генерировать дополнительную рублевую ликвидность, спрос на национальную валюту сократится, и можно будет наблюдать ее дальнейшее ослабление. К тому же давление на рубль может усилиться под влиянием не особо комфортного внешнего фона.

Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	4,06	-4
CDS России	188	-6
MOSPRIME o/n	5,30	9,00
NDF 3M	5,43	-11,00

	значение	изм
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	701,6	20
Остатки на депозитах, млрд руб.	200,2	95
Доллар / рубль (ЦБ), руб	29,22	0,22
Корзина (ЦБ), руб	33,61	0,12

Динамика доходности Russia-30



Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3M	0,48	-0,3
ERIBOR 3M	0,98	-0,8
EUR/USD	1,34	
UST-10	1,97	3
Германия-10	1,82	2
EFSF-10	3,11	0
Италия - 10	5,17	-16
Испания - 10	4,97	-5
CDS 5Y Ирландия	603	31
CDS 5Y Португалия	1175	70
CDS 5Y Италия	381	-6
CDS 5Y Испания	368	0
CDS 5Y Греция	19963	-1199

Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	568,1	1
iTRAXX CEEMEA 5Y	274,5	-2
iTRAXX SOVX WE 5Y	343,2	0

Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 26205	7,90	-4
ОФЗ 25077	7,33	4
Газпром-11	7,30	7
РЖД-10	7,48	-2
ФСК-6	7,48	-12
РусГидро-1	8,47	0
МТС-04	8,27	-2
Вк-Инвест6	9,03	-1
Северсталь-БО1	7,73	6
ВЭБ-09	8,86	-3
Альфа-Банк01	8,70	0

Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	6,94	-1
Gazprom-37	6,37	-7
Sberbank-21	5,69	-2
AlfaBank-21	7,84	-2
Evraz-18	7,04	-20
Vimpel-22	7,80	-2
TNK-BP-18	4,79	-4

Главные новости

Федеральный бюджет: сырьевая зависимость возрастает.

Расходование бюджетных средств в феврале вновь происходило с заметным опережением прошлогоднего графика, что, по нашему мнению, связано с приближающимися выборами.

Дефицит бюджета в январе-феврале составил 1.5 % ВВП; средняя цена Urals за этот период составила \$ 114. При наблюдаемых темпах расходования бюджетных средств у Минфина в этом году не будет возможности размещать временно свободные средства на счетах в банках; скорее всего, основная часть этих средств будет изъята из банковской системы уже до конца квартала.

РЖД – умеренно негативная отчетность за 1 полугодие 2011 года.

Вчера компания провела презентацию результатов за первое полугодие 2011 года согласно МСФО. Результаты оказались ниже 2010 года. Бумаги эмитента пока без особых идей. Детальный комментарий к отчетности в нашем специальном обзоре сегодня.

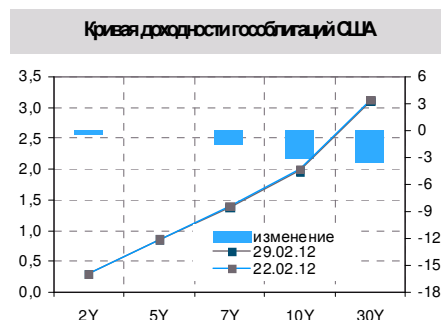
Онэксим вошел в капитал КБ Ренессанс Кредит (ВЗ/В/В).

Напомним, что самостоятельные финансовые метрики банка заметно улучшились за 2011 год, а вхождение Группы Онэксим в капитал банка отчасти можно рассматривать как усиление акционерной структуры кредитной организации. Тем не менее, информационная закрытость Группы может несколько охладить позитив от самой новости.

Вы можете подписаться на рассылку наших обзоров по электронной почте, либо на нашем сайте в интернете. Для этого Вам достаточно прислать заявку с указанием адреса электронной почты, на который Вы хотели бы получать аналитические материалы, на адрес research@nomos.ru или, пройдя по ссылке <http://nomos.ru/investment/special/>, заполнить форму подписки.

Рыночная конъюнктура

Внешние рынки



Глобальные площадки вчера находились в эйфории после аукциона ЕЦБ, где объем удовлетворенных заявок превзошел ожидания. Однако период избыточного позитива оказался не столь продолжительным, как хотелось бы. Готовность ЕЦБ покупать португальские бонды воспринята негативно. Анонс начинающегося сегодня саммита ЕС разочаровал отсутствием в повестке обсуждения столь насущных финансовых вопросов. Пессимизма добавили американские фондовые площадки своей коррекцией после выступления главы ФРС Б.Бернанке.

Первая половина дня для глобальных рынков характеризовалась весьма позитивными настроениями, эйфория усилилась после того, как стало известно, что ЕЦБ предоставил на очередном аукционе 800 банкам 529,5 млрд евро, что превысило ожидания, ориентирующиеся на 470 – 500 млрд евро.

На фоне этого достаточно уверенным был рост спроса на рисковые активы, в том числе долговые бумаги европейских стран, характеризующихся высокими финансовыми рисками. Так, доходности итальянских бумаг снижались в диапазоне от 5 до 20 б.п., испанских – в пределах 15 б.п. «Против рынка» были бумаги Португалии – спрос на них резко сократился, двигая доходности вверх в пределах 20 б.п. после того, как ЕЦБ заявил о готовности покупать португальские обязательства.

Отдельно отметим, что вне массового внимания оставалась интрига относительно греческих CDS, по которым, уточним, принята к рассмотрению заявка на исполнение по причине «выборочного дефолта» Греции, а сегодня должно быть принято решение комитетом продавцов признается факт дефолта или нет.

Настроения поменялись на более консервативные под влиянием новостного потока. Помимо решения ЕЦБ по португальским бондам разочаровывающим для инвесторов оказалось подтверждение того, что начинающийся сегодня очередной саммит ЕС не будет рассматривать столь насущных финансовых вопросов. Однако основанная порция негатива пришлась на новости из США, где фондовые площадки поменяли динамику на понижательную после выступления главы ФРС Б. Бернанке, который заявил о необходимости «сохранения стимулирующих мер, несмотря на признаки стабилизации рынка труда и снижение безработицы», отметил риски возможного ускорения инфляции под влиянием высоких цен на энергоносители и вопреки ожиданиям рынка даже не намекнул на какие-либо меры, способствующие дополнительному притоку ликвидности.

К тому же не прибавил оптимизма инвесторам и отчет «Бежевая книга», который констатировал проявления роста в экономике США, но как «сдержанные и умеренные».

Важно, что отрицательная динамика американских фондовых площадок не стала поводом для укрепления спроса на UST – доходность 10-летних бумаг прибавила 3 б.п. до 1,97% годовых.

Внешний валютный рынок отражал вчера усиление спроса на европейскую валюту, пара EUR/USD внутри дня достигала максимумов, находясь в диапазоне 1,345 -1,349х. Однако к концу дня с этих уровней пришлось переместиться под давлением снижающегося спроса и, вероятно, фиксации на максимумах. Сегодня с началом торгов спрос на евро еще ниже – пара EUR/USD котируется при открытии на уровне 1,334х и продолжает снижаться на фоне отсутствия позитивных рыночных ожиданий.

Ольга Ефремова

Российские еврооблигации

Для российских еврооблигаций последние торги февраля складывались весьма позитивно - день обозначил новые локальные максимумы. Вместе с тем, в отдельных бумагах частично положительные переоценки были нивелированы пессимизмом из США.

Большую часть вчерашней торговой сессии российские еврооблигации были на позитивной волне. Спрос покупателей охватывал широкий спектр бумаг, причем интерес к суверенному сегменту обозначился еще в большей степени, чем в предыдущие дни. Так, по Russia-30 дневным максимумом стали котировки на уровне 119,5%, что почти вплотную приблизило доходность бумаг к отметке в 4% годовых. Спрэд Russia-30 к UST-10 сузился до диапазона 205-210 б.п. Обращает на себя внимание выпуск Russia-20: его котировки вчера достигали 107,25%, что является их историческим максимумом с момента размещения в апреле 2010 года, доходность выпуска еще в понедельник опустилась ниже 4% годовых.

В негосударственном секторе покупатели диверсифицировали интересы между разными направлениями, однако предпочтения главным образом концентрировались в длинной дюрации: в банковских бумагах активнее всего росли в цене выпуски ВЭБ-25, ВТБ-20, ВТБ-35 и Сбербанк-17 new, а также субординированные РСХБ-21 и Банк Москвы-15. В нефтегазовом - выпуски ТНК-BP, Лукойла и Газпром-19, Газпром-34, Газпром-22. Также покупали бонды ВымпелКом-21, ВымпелКом-22 и Евраз-18.

В целом, можно констатировать, что рынок более уверенно чувствовал себя в первой половине дня – на ожиданиях раскрытия итогов аукциона ЕЦБ и последовавшей за этим эйфорией. Дневной ценовой апсайд варьировался в диапазоне 50-75 б.п. Желание зафиксироваться стало проявляться во второй половине дня. Во-первых, при текущих максимумах соблазн зафиксировать довольно высок, особенно, если позиции открывались более, чем пару недель назад. С другой – пессимизма игрокам прибавили американские площадки, находящиеся под давлением продаж после выступления Б.Бернанке. В результате, дневной рост был отчасти нивелирован, а в отдельных бондах, как например, в выпусках ВымпелКома фактически сведен к минимуму.

Ольга Ефремова

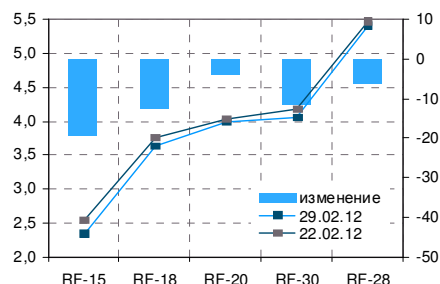
Рублевые облигации

На внутреннем долговом рынке вчера преобладали позитивные настроения: рост торговой активности и «перевес» положительных переоценок. Но надо отдавать отчет в том, что эйфория была во многом «технического» характера и после подобного всплеска в ближайшие дни все будет возвращаться к прежнему формату торгов.

В сегменте ОФЗ, несмотря на увеличившиеся масштабы сделок, изменение котировок было достаточно сдержанным и не превышало 20 б.п. в длинной дюрации (ОФЗ 26205). Переоценкам на уровне в 1% и более в выпусках серий 46014, 46017 и 46018 мы не придаем серьезного значения, поскольку при той минимальной ликвидности, которой характеризуются данные бумаги, очевиден факт «оптимизации портфелей» по итогам месяца. К сожалению, вчера влияние этого фактора мешало оценить, насколько локальные игроки разделяли внешний позитивный настрой и каким было влияние необходимости возвращать ресурсы с депозитов Минфину и ЖКХ. Здесь сделаем ремарку на то, что ЦБ со своей стороны предпринял меры поддержки, увеличив объем лимита по сделкам РЕПО, и это позволило избежать серьезных негативных последствий.

В части динамики торгов в негосударственном секторе отметим: довольно сложно выделить, что же из вчерашних покупок было действительно рыночным спросом. Ориентируясь на количество сделок, предположим, что за пределы чисто «техники» выходит ценовой рост в диапазоне 5-30 б.п. в бумагах ФСК-7, ФСК-19, ЕвразХолдинг-Финанс1, РСХБ-15, ВК-

Кривая доходности гособлигаций России



Инвест3, МТС-5, ТКСБанк-3.

Ольга Ефремова**Forex/Rates**

ЦБ «поддержал» участников рынка в процессе возврата Минфину и ЖКХ средств с депозитов – задолженность РЕПО существенно возросла. Потребность в рублевой ликвидности на некоторое время сокращается - рублю сложно противостоять давлению укрепляющегося доллара.

По мере того, как отступает острота потребности в рублевой ликвидности, мы наблюдаем, что рубль несколько теряет свои позиции, особенно относительно доллара. Что касается соотношения с евро, то позиции европейской валюты сегодня уже не столь убедительны, как в предыдущие дни на ожиданиях притока ликвидности от ЕЦБ.

Так, в ходе вчерашних торгов стоимость бивалютной корзины варьировалась в диапазоне от 33,53 руб. до 33,63 руб. При закрытии стоимость бивалютного ориентира закрепились на уровне ближе к верхней границе - 33,60 руб. При этом соотношение RUB/USD находилось в диапазоне от 29,03 руб. до 29,12 руб., а по RUB/EUR – от 39,0 до 39,15 руб. Казалось бы, «коридор колебания» был не таким уж и широким, но волатильность была достаточно высокой.

С началом сегодняшних торгов на фоне того, что на глобальных площадках евро снова уступает позиции доллару, гораздо слабее выглядит и рубль. При открытии стоимость бивалютной корзины составляла 33,64 руб., при этом торги по доллару начались «гэпом» почти в 25 коп. – с 29,0 до 29,25 руб.

Характеризуя общую ситуацию с ликвидностью, отметим, что, в целом, избежать роста ставок на МБК вчера не удалось – Mosprime o/n увеличилась на 9 б.п. до 5,3%, но это не имело какого-то яркого негативного резонанса.

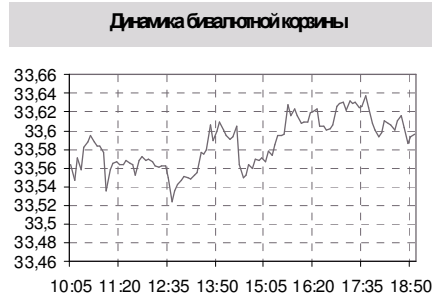
Общая сумма остатков на корсчетах и депозитах по итогам вчерашнего дня прибавила 115 млрд руб., до 901,8 млрд руб., при этом значительный вклад в такую динамику оказал ЦБ, увеличивший лимит по операциям прямого РЕПО, за счет чего задолженность по РЕПО за вчерашний день возросла до 181,7 млрд руб. – максимального за период с начала текущего года уровня. Таким образом, можно говорить, что функция ключевого провайдера ликвидности вновь перешла к ЦБ. Вместе с тем, сегодняшний лимит для однодневного аукциона обозначен на уровне всего 80 млрд руб., что отражает лишь импульсную поддержку со стороны ЦБ и, возможно, «намекает» на вероятный приток ликвидности, характерный для первых чисел месяца.

Ольга Ефремова**Наши ожидания**

От сегодняшнего саммита ЕС инвесторы не ждут какого-то позитива, на этом фоне наблюдается довольно слабый спрос на европейскую валюту и европейские долговые бумаги. Вероятно, ситуацию отчасти «разрядят» макроотчеты, ключевые сегодня - это: оценки потребительской инфляции в ЕС за февраль и безработица в Еврозоне за январь, а также февральские американские индексы ISM Manufacturing. Однако более вероятны попытки разделить вчерашние пессимистические настроения американских площадок.

Российский долговой рынок, как мы полагаем, сегодня также окажется под давлением внешних негативных настроений – желание зафиксировать вчерашний рост может стать причиной усиления отрицательных переоценок.

В части денежного рынка отметим, что на фоне уменьшившейся потребности генерировать дополнительную рублевую ликвидность, спрос на национальную валюту сократится, и можно будет наблюдать ее



дальнейшее ослабление. К тому же давление на рубль может усилиться под влиянием не особо комфортного внешнего фона.

Ольга Ефремова

Календарь событий

Долговой рынок

2 марта Размещение: ЮниКредит Банк, БО-02
Размещение: ЗСД, 03, 04 и 05

Внешний долговой рынок

1 марта Размещение облигаций Франции со сроком погашения 2017, 2019, 2022, 2026

Макроэкономические события

1 марта Индекс PMI Manf. Китая за февраль
Прогноз по инфляции в ЕС в феврале
Безработица в ЕС в январе
Индекс PMI Manf. Франции за февраль
Индекс PMI Manf. Германии за февраль
Индекс PMI Manf. ЕС за февраль
Индекс PMI Manf. США (ISM Manf) за февраль

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Новости коротко

Макроновости

- По оценке Росстата, **инфляция в России** за период с 21 по 27 февраля 2012 года составила 0,1%, с начала месяца - 0,4%, с начала года - 0,9% (в 2011 году: с начала месяца - 0,8%, с начала года - 3,2%, в целом за февраль - 0,8%).

Корпоративные новости

- Правление Федеральной службы по тарифам РФ определило для **Ростелекома** индексацию предельных тарифов на местную связь с 1 марта 2012 года в среднем на 6,1%, то есть на уровне прошлого года. /Интерфакс/
Отметим, что данное повышение тарифов поддержит рост доходов Ростелекома от «традиционных» услуг связи, что особенно актуально в свете продолжающейся миграции трафика в мобильные сети. Напомним, что поступления от данных услуг связи все еще занимает довольно существенную долю в выручке оператора (более 30%). В целом, новость ожидаема и нейтральна для облигаций Ростелекома.
- Совет директоров **Ростелекома** одобрил покупку у Газпромбанка 28,23% голосующих акций ОАО «Национальные телекоммуникации» (НТК), в результате чего оператор доведет долю в НТК до 100%. Компания купит у банка 38,947 млн акций НТК по цене 355 руб. за одну бумагу. Общая сумма сделки составит 13,8 млрд руб. Ранее ФАС РФ удовлетворила ходатайство оператора о консолидации 100% НТК. /Интерфакс/
Напомним, что о готовящейся сделке ранее уже не раз сообщалось, новость нейтральна для бондов Ростелекома.
- Газета «Ведомости» сообщает, что розничная сеть «Связной» построит для **Tele2 Russia** «от нескольких десятков до нескольких сотен монобрендовых салонов». Сейчас у Tele2 в России около 450 монобрендовых салонов, а к концу 2012 года должно появиться еще около 100, из них 50 построит сам оператор и «несколько десятков» – «Связной». Владеть этими салонами будет ритейлер, то есть работать компании будут по схеме франшизы: владелец салона платит оператору роялти за использование его бренда, а оператор компенсирует ему расходы на аренду. Финансовые условия соглашения «Связной» и Tele2 не раскрывают. /Ведомости/
- АФК «Система»** направила в правительство Индии предложение разрешить конфликт, возникший в связи с изъятием частот у дочерней Sistema Shyam Teleservices Ltd. (SSTL), мирно до 28 августа 2012 года, после чего может обратиться в международный арбитражный суд. АФК считает, что изъятие частот – прямое нарушение соглашения, заключенного в 1996 году между Россией и Индией, о поощрении и взаимной защите капиталовложений, которое запрещает их экспроприацию. Напомним, в начале февраля 2012 года верховный суд Индии аннулировал 122 лицензии на GSM и CDMA, выданные восьми операторам в 2008 году, в том числе 21 из 22 лицензий SSTL. Суд согласился с мнением индийского госаудитора о том, что частоты выдавались по заниженным ценам, из-за чего Индия понесла 34 млрд долл. ущерба. Работать по этим лицензиям операторы могут до 2 июня 2012 года, потом частоты будут выставлены на аукцион. АФК не исключает участия SSTL в новом аукционе, но корпорация намерена испробовать все варианты решения проблемы. /Ведомости/
- Газета «Ведомости» сообщает, что Внешэкономбанк ведет переговоры об участии в допэмиссии акций своего крупного заемщика – **Группы Разгуляй** (задолженность компании, по данным ВЭБа, составляет порядка 19 млрд руб.). Компания сделала в октябре 2011 года допэмиссию акций на 16,8% уставного капитала, дополнительный выпуск был зарегистрирован ФСФР в конце прошлого года. Группа Разгуляй планирует выпустить 31,9 млн новых акций, которые, исходя из текущей рыночной капитализации компании на ММВБ-РТС, могут стоить чуть менее 30 млн долл. (меньше 5% от суммы долга перед ВЭБом). /Ведомости/
Возможное вхождение ВЭБа в капитал Группы Разгуляй можно рассматривать как позитивный факт для кредитного профиля компании, поскольку в случае конвертации части долга в капитал, ее долговая нагрузка несколько уменьшится, а наличие столь представительного акционера может способствовать рефинансированию кредитного портфеля группы. Тем не менее, новость вряд ли повлияет на котировки биржевых облигаций Разгуляя серии БО-16 (УТР

14,73%/242 дн.), поскольку бумаги неликвидные.

- Максимальная процентная ставка по вкладам в российских рублях десяти банков, привлекающих наибольший объем депозитов физических лиц, в 3 декаде февраля не изменилась и составила 9,56%. В 1 и во 2 декадах февраля ставка также составляла 9,56%.
- **Газпромбанк** рассчитывает в марте завершить конвертацию в акции субординированного долга перед основными акционерами и ВЭБом. Газпромбанк сейчас размещает допэмиссию акций (4,5 млн акций, объем выпуска по цене размещения составляет 90,69 млрд руб.), в которые будет конвертирована субординированная задолженность. /Интерфакс/

См.наш комментарий от 17 ноября
http://www.nomos.ru/upload/iblock/853/NOMOS_daily_debt_markets_17_11_2011.pdf.

Долговые рынки

- Ставка 1 купона по облигациям **ЕАБР** серии 02 объемом 5 млрд руб. установлена на уровне 8,5% годовых. Напомним, первоначальный ориентир купона был на уровне 9,0-9,25% годовых. Сбор заявок на ценные бумаги осуществлялся с 27 и 28 февраля текущего года. Размещение облигаций на ФБ ММВБ состоится сегодня. Срок обращения займа составит 7 лет, предусмотрена 3-летняя оферта.
- **Банк Петрокоммерц** понизил ориентир ставки 1 купона биржевых облигаций серии БО-01 объемом 3 млрд рублей до диапазона 9-9,25% годовых. Новому ориентиру соответствует доходность к 1,5-летней оферте на уровне 9,2-9,46% годовых. Напомним, ориентир ставки купона облигаций в ходе премаркетинга был установлен в диапазоне 9,25-9,75% годовых, при открытии книги он был понижен до 9,25-9,5% годовых.
- **ЮниКредит Банк** установил ставку 1 купона биржевых облигаций серии БО-02 объемом 5 млрд руб. в размере 8,5% годовых. Ставка купона установлена по итогам book building в период с 22 по 29 февраля. Размещение 3-летних бондов по открытой подписке на ФБ ММВБ запланировано на 2 марта. Ориентир ставки купона облигаций при открытии книги заявок находился на уровне 8,3-8,8% годовых, затем он был понижен до 8,3-8,5% годовых. По выпуску объявлена 1,5-летняя оферта на выкуп бумаг.

Главные новости

Федеральный бюджет: сырьевая зависимость возрастает.

Расходование бюджетных средств в феврале вновь происходило с заметным опережением прошлогоднего графика, что, по нашему мнению, связано с приближающимися выборами.

Дефицит бюджета в январе-феврале составил 1.5 % ВВП; средняя цена Urals за этот период составила \$ 114. При наблюдаемых темпах расходования бюджетных средств у Минфина в этом году не будет возможности размещать временно свободные средства на счетах в банках; скорее всего, основная часть этих средств будет изъята из банковской системы уже до конца квартала.

Событие. Замминистра финансов Т.Нестеренко на встрече с журналистами озвучила предварительные оценки исполнения бюджета в феврале. Бюджет в завершившемся месяце был исполнен с дефицитом в размере 107 млрд. рублей (2.5 % ВВП). По итогам января-февраля дефицит составил 124 млрд. (1.5 % ВВП).

Федеральный бюджет, млрд. руб.

	Янв.-фев. 2011	Янв.-фев. 2012	% год к году
Доходы	1 506	1 897	26.0
% ВВП	20.6	23.5	
в т.ч.			
Нефтегазовые доходы	692	1 051	51.8
% к ВВП	9.5	13.0	
% к общим доходам	46.0	55.4	
Не нефтегазовые доходы	813	846	4.0
% к ВВП	11.1	10.5	
Расходы	1 427	2 021	41.6
% к ВВП	19.5	25.1	
Профицит / дефицит	78	-124	
% к ВВП	1.1	-1.5	
Не нефтегазовый дефицит	-614	-1 175	91.5
% к ВВП	-8.4	-14.6	

Источники: Минфин, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Комментарий. Рост бюджетных расходов в феврале был уже не столь масштабным, как в начале года. Если в январе расходы увеличились на 63 % год к году, то в завершившемся месяце этот показатель находился уже на уровне 23 %. Тем не менее, расходование средств по-прежнему идет с заметным опережением прошлогоднего графика – на февраль прошлого года пришлось 7 % годовых трат, в феврале этого года израсходовано 7.5 % от запланированного на год. Всего за 2 месяца объем расходов составил 16 % от заложенного в годовой бюджет, в то время как в январе-феврале прошлого года этот показатель находился на уровне 13 %. Как мы уже отмечали ранее (см. daily от 14.02), структура расходов свидетельствует о предвыборном характере этих расходов.

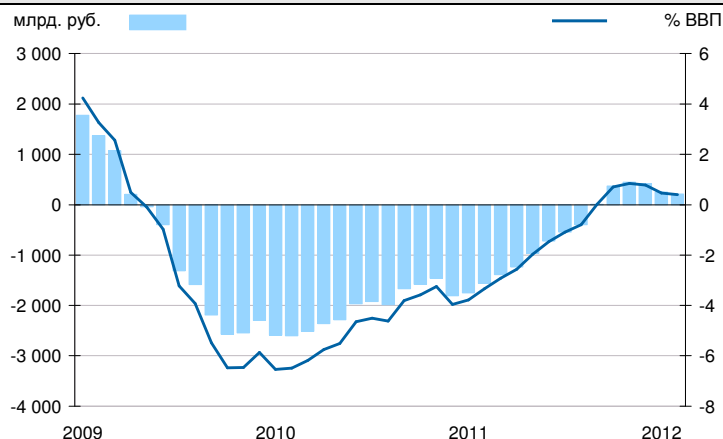
Все более удручающей выглядит структура доходов. По итогам первых двух месяцев года не нефтегазовые доходы выросли лишь на 4 % в сравнении с прошлым годом, в то время как нефтегазовые увеличились почти что на 52 %. В результате доля доходов от нефти и газа в общих доходах в январе-феврале составила 55.4 % по сравнению с 46 % годом ранее. Однако надо иметь ввиду, что в феврале прошлого года бюджет получил крупные одноразовые доходы в размере 95.7 млрд. рублей от продажи 10 % акций ВТБ. Если их не учитывать, то рост не нефтегазовых доходов в январе-феврале составил бы 17.9 % год к году.

Мы также обращаем внимание на тот факт, что дефицит бюджета в размере 1.5 % ВВП достигнут при средней цене российской нефти с начала года на уровне \$ 114 за баррель. В законе о бюджете, предполагающем такой же дефицит (1.5 % ВВП) по итогам всего года, заложена намного более низкая цена нефти - \$ 100 за баррель. При наблюдаемых ценах на нефть бюджет должен быть как минимум

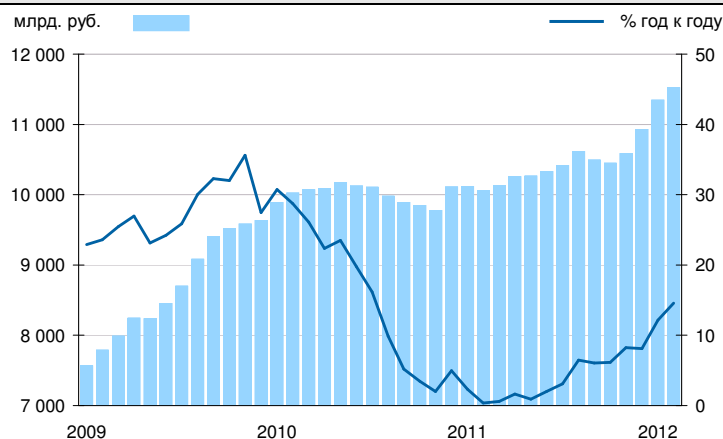
бездефицитным. Однако мы считаем высоковероятным, что если цены на нефть удержатся на нынешних уровнях еще 2-3 месяца, дополнительные доходы будут направлены не на сокращение дефицита, а на увеличение расходов.

Ситуация с исполнением бюджета лишний раз подтверждает уже высказывавшийся нами тезис о том, что Минфин не сможет в этом году предоставлять ликвидность банкам в кризисных ситуациях. Сейчас на счетах в банках остается 224 млрд. рублей бюджетных средств; мы ожидаем, что уже к концу квартала основная часть этих денег будет возвращена Минфину.

Профицит / дефицит бюджета, накопленным итогом за 12 мес.



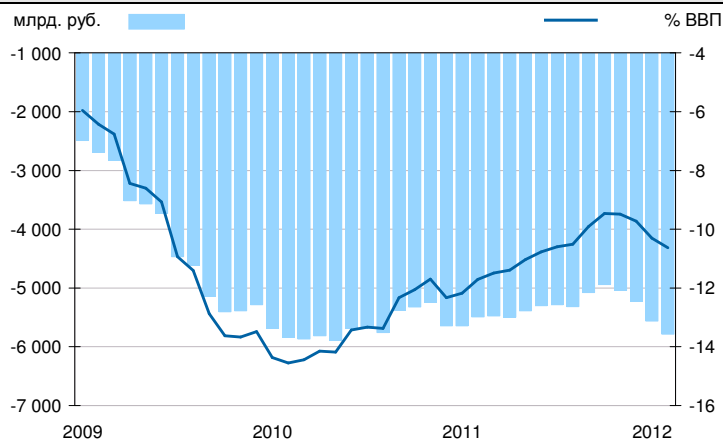
Расходы бюджета, накопленным итогом за 12 мес.



Доля нефтегазовых доходов в федеральном бюджете, % накопленным итогом за 12 мес.



Не нефтегазовый дефицит бюджета, накопленным итогом за 12 мес.



Источники: Минфин, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Кирилл Тремасов

РЖД – умеренно негативная отчетность за 1 полугодие 2011 года.

Вчера компания провела презентацию результатов за первое полугодие 2011 года согласно МСФО. Результаты оказались ниже 2010 года. Бумаги эмитента пока без особых идей. Детальный комментарий к отчетности в нашем специальном обзоре сегодня.

Событие. Вчера РЖД представила результаты за первое полугодие 2011 года по МСФО.

Комментарий. Несмотря на рост консолидированных доходов монополии на 9% до 691,5 млрд руб., показатели прибыльности свидетельствовали о снижении. Так, показатель EBITDA сократился на 20% до 165 млрд руб. Чистая прибыль снизилась на 29% до 67 млрд руб. Как пояснил менеджмент на встрече, причиной тому стал переход от антикризисной программы, применяемой в 2010 году к нормальному

функционированию, то есть РЖД стали менее сдержанными в своих затратах. Так, заработная плата, которая составляет порядка 50% в структуре расходов выросла на 17%, а наибольший рост показали затраты на топливо («+28%») и на электроэнергию («+24%»). При этом объем субсидий за полугодие со стороны правительства составил 34,7 млрд руб. против 32,4 млрд годом ранее. Как важный момент отметим, что операционный денежный поток по сравнению с показателями прибыльности снизился всего на 2%. Указанный объем был ниже капитальных расходов за первые шесть месяцев 2011 года - 197,8 млрд руб., что привело к новым заимствованиям. Долговой портфель (включая обязательства по финансовой аренде) вырос на 24,2 млрд руб. до 382,5 млрд руб. Отметим, что публичные долговые бумаги составляют 60% портфеля. В структуре на долгосрочные обязательства приходится 75% обязательств. Стоит принимать во внимание запас ликвидности на конец отчетного периода в размере 92,1 млрд руб., то есть короткий долг (96,7) практически полностью покрывается данными средствами. Метрика Debt/EBITDA по итогам полугодия составил чуть выше единицы – 1,17х, на начало года значение показателя было 0,8х.

млн руб.	РЖД		
	BBB/Baa1/BBB		
	пол. 2010	пол. 2011	Изм. %
Выручка	691 461	633 030	24,3
Операционный денежный поток	137 245	134 298	15,7
Свободный денежный поток	-25 902	-63 490	-17,5
EBITDA	205 817	165 228	6,1
Чистая прибыль	94 746	67 106	-1,4
% расходы	7 718	4 738	2,9
Рентабельность EBITDA	29,8%	26,1%	-2,8 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	13,7%	10,6%	-2,6 п.п.
EBITDA/% расходы	26,67	34,87	8,2
	2010	пол. 2011	
Активы	2 760 766	2 894 692	77,5
Денежные средства и их эквиваленты	100 010	92 134	-68,0
Финансовый долг, в т.ч.:	358 288	382 453	14,3
долгосрочный (вкл. финансовую аренду)	238 242	285 876	11,7
краткосрочный (вкл. финансовую аренду)	120 046	96 577	20,9
Чистый долг	258 278	290 319	29,7
Фин.долг/EBITDA	0,81	1,2	0,35
Чистый долг/EBITDA	0,58	0,9	0,30
Фин. долг/Активы	0,13	0,13	0,00

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Игорь Голубев

Онэксим вошел в капитал КБ Ренессанс Кредит (ВЗ/В/В).

Мы сохраняем позитивный взгляд на облигации банка. Напомним, что самостоятельные финансовые метрики банка заметно улучшились за 2011 год, а вхождение Группы Онэксим в капитал банка отчасти можно рассматривать как усиление акционерной структуры кредитной организации. Тем не менее, информационная закрытость Группы может несколько охладить позитив от самой новости.

Событие. Онэксим Групп Михаила Прохорова стала совладельцем ряда активов, которые изначально финансировались за счет «Ренессанс Групп», в том числе розничного банка группы – Ренессанс Капитал, работающего под брендом «Ренессанс Кредит». Напомним, Онэксиму принадлежит 50% минус 1/2 акции Renaissance Financial Holdings Limited (RFHL) - холдинговой компании инвестиционного банка Ренессанс Капитал. Ренессанс Групп и Онэксим Групп расширили свое стратегическое партнерство, в рамках которого Онэксим стал совладельцем ряда активов, которые изначально финансировались за счет инвестиционного банка. Эти активы включают банк «Ренессанс Кредит», «Украинские аграрные инвестиции» и Beacon Hill Resources. Сделка по покупке Онэксимом долей в этих компаниях была закрыта еще в декабре 2011 года, но раскрытие информации

стало возможным только сейчас в связи с получением одобрения регуляторов. Сумму сделки и долю, которую в активах получит Онэксим, стороны не раскрывают, однако, по данным «Интерфакса», доли Онэксима будут миноритарными. Весь долг компаний перед Ренессанс Капиталом погашен.

Комментарий. Напомним, что в конце января текущего года газета «Коммерсантъ» сообщила, что Онэксим покупает порядка 30% в уставном капитале «Ренессанс Кредита». Сообщалось, что Ренессанс Групп и Онэксим сформировали новую холдинговую компанию, в которой «Ренессанс» владеет 50% плюс 1/2 акции и Онэксим - 50% минус 1/2 акции. Новая компания владеет 100% RFHL (то есть инвестиционным банком) и мажоритарным пакетом в Ренессанс Кредите. При структурировании сделки принадлежащий структурам Ренессанса 89% пакет долей Ренессанс Кредита был разбит на две части. 25% долей банка остались в прежнем владении, 62% ушли в созданный холдинг. Соответственно, доля в Ренессанс Кредите, подконтрольная каждому из участников холдинга, - 32%. Таким образом, в результате сделки структуры Ренессанса будут контролировать 57% долей розничного банка, структуры Онэксима - 32%. Финансовые условия - как текущие, так и отлагательные - не раскрываются.

Показатели Банка Ренессанс Кредит по РСБУ

млн руб.	1 янв 2011	1 фев 2011	1 янв 2012	1 фев 2012
Активы	37 373	38 293	54 903	56 901
Денежные средства и драгметаллы	1 073	1 242	1 804	1 988
Доля в активах	3%	3%	3%	3%
МБК (размещенные средства)	4 368	5 531	5 132	7 659
МБК - расчеты	3 442	5 409	4 900	7 425
МБК в активах	11,7%	14,4%	9,3%	13,5%
Кредитный портфель (gross)	36 815	36 777	52 919	53 072
Уровень просрочки	33,3%	33,7%	21,6%	21,8%
Покрытие просрочки резервами	85,4%	85,4%	84,2%	85,0%
Кредиты физлиц	95,9%	96,0%	97,9%	98,0%
Кредиты/Клиентские средства	207,1%	198,8%	170,3%	162,5%
Доля в активах	70,5%	68,4%	78,9%	76,0%
Операции с ценными бумагами	2 443	2 353	66	98
Облигации	1 682	1 629	66	98
Доля в активах	6,5%	6,1%	0,1%	0,2%
Капитал*	6 968	6 968	6 421	6 421
Доля в активах	18,6%	18,2%	11,7%	11,3%
МБК (привлеченные средства)	39	11	2 242	2 281
МБК - расчеты	39	10	42	81
МБК (привлеченные кредиты и депозиты), в т.ч.	0	0	2 200	2 200
Средства клиентов, в т.ч.	1 586	1 506	2 502	2 104
доля средств в пассивах	4,2%	3,9%	4,6%	3,7%
Депозиты, в т.ч.	16 192	16 997	28 580	30 559
юридических лиц	2 851	2 953	1 786	1 600
физических лиц	13 341	14 044	26 794	28 960
доля депозитов в пассивах	43,3%	44,4%	52,1%	53,7%
Прочие привлеченные средства	7 619	7 417	6 011	5 214
Выпущенные ценные бумаги	3 850	3 919	6 091	6 542
Облигации	3 810	3 812	5 907	6 303
доля выпущенных ценных бумаг в пассивах	10,3%	10,2%	11,1%	11,5%
Балансовая прибыль	471	422	2 137	814

* первый раздел 101 формы

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Напомним, что вхождение Группы Онэксим в 2008 году в состав капитала RFHL (сумма сделки – 500 млн долл.) рассматривалось рейтинговыми агентствами как усиление акционерной структуры. Отметим, что в результате такого изменения сложилась ситуация, когда у RFHL международный рейтинг выше (Moody's – «B1», Fitch – «B», S&P – «B+»), чем у материнской компании Renaissance Capital Holdings Limited (Moody's – «B2», Fitch – «B-»). Несмотря на то, что вхождение Онэксима в капитал розничного банка не сопряжено с непосредственным вливанием капитала, тем не менее, его все же можно также рассматривать как усиление акционерной структуры. Кроме того, уровень достаточности капитала у Банка сейчас находится на достаточно комфортном уровне - 13,90%. Однако стоит признать, что несколько охладить позитивный настрой может информационная закрытость группы Онэксим, в частности она не раскрывает консолидированные финансовые показатели своей деятельности.

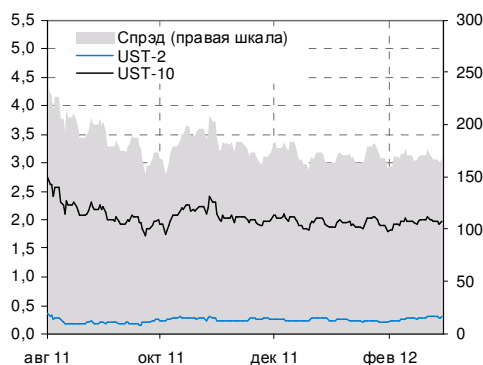
С точки зрения финансовых показателей банка, 2011 год для него сложился вполне успешно, обеспечив прибыль на уровне 2,1 млрд руб. против 0,5 млрд руб. за 2010 гол. Прогнозы Ренессанс Кредита на 2012 год можно назвать достаточно оптимистичными. Рост за год на 39% в 1,5 раза выше наших ожиданий на уровне 25-27% в среднем по рознице в следующем году. При этом мы положительно оцениваем прогнозы банка по усилению депозитной базы: сокращение соотношения розничные кредиты / депозиты до 1,6х с 1,9х на конец 2011 года (2,0х на конец 2010 года). По части долговой нагрузки обозначим, что в следующем году Банк не особенно ею обременен: следующая оферта будет только в августе 2012 года по выпуску серии БО-03 (1,5 млрд руб.).

Все это позволяет нам сохранять позитивное мнение в отношении бумаг банка. Среди интересных выпусков на текущий момент обозначим заем серии БО-03, торгующийся с доходностью около 12,1% к оферте в августе 2013 года. Отметим, что заем пока не вошел в перечень прямого РЕПО с ЦБ, однако остальные два рублевых выпуска включены.

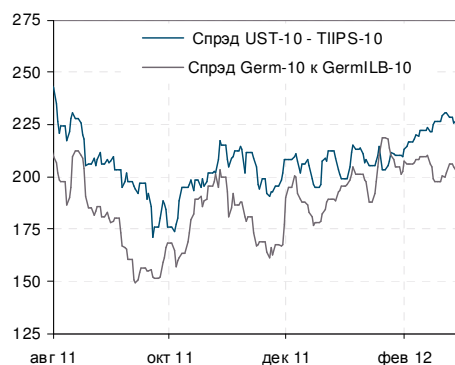
Елена Федоткова

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

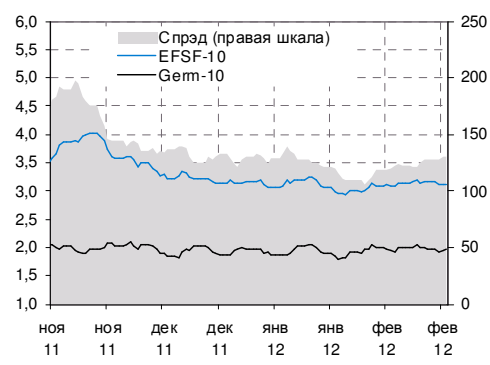
Казначейские обязательства США 2-летн. и 10-летн.



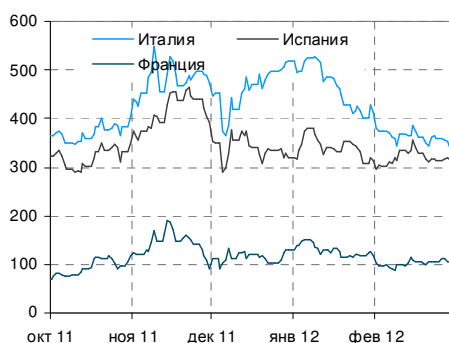
Спред UST-10 к TIPS-10 и Germ-10 к GermLB-10



10-летние бумаги Германии и EFSF-10



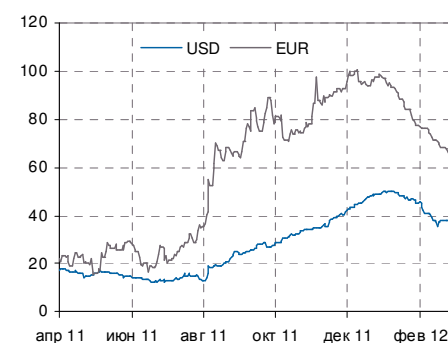
Спреды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

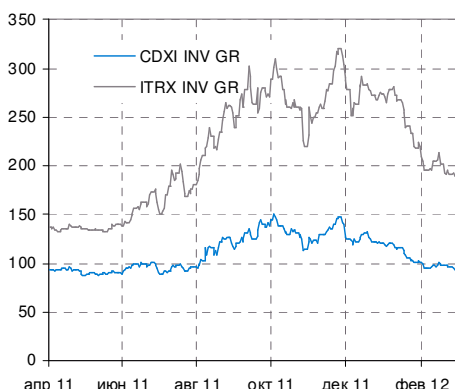


Спред 3М LIBOR и 3М OIS

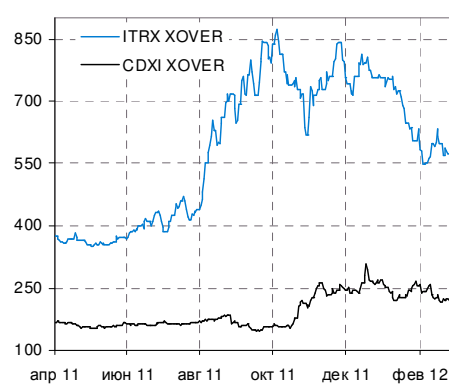


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

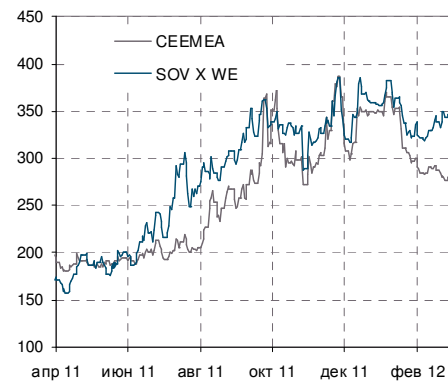
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX / Cross-Over

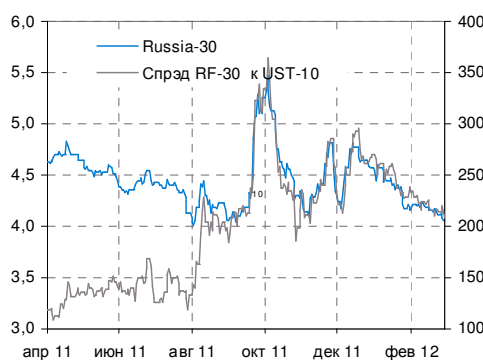


ITRX / Governments

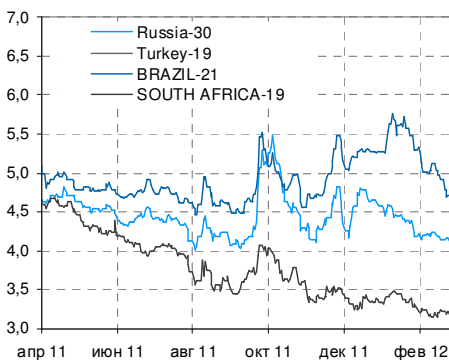


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

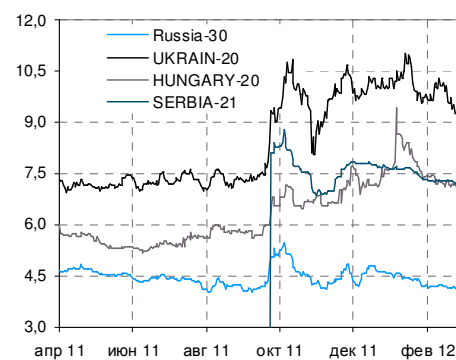
Спред Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

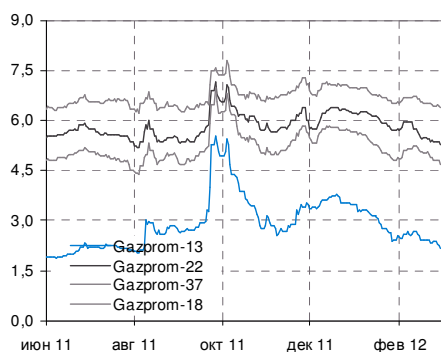


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

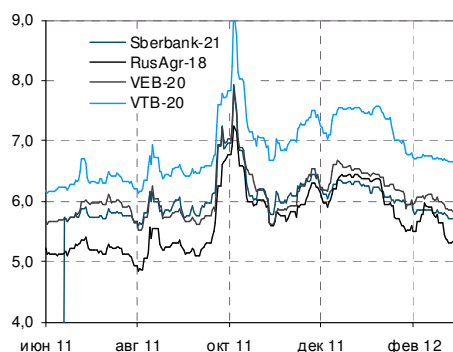


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

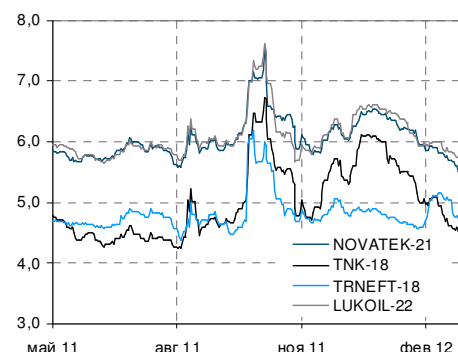
Еврооблигации Газпрома



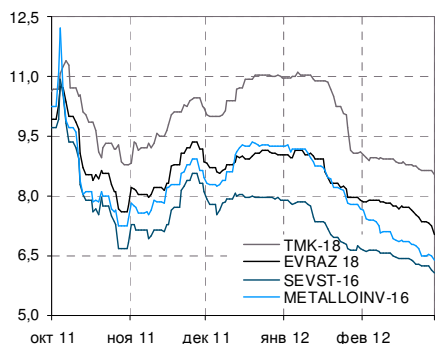
Евробонды госбанков



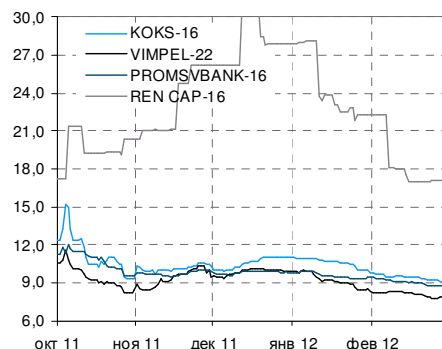
Еврооблигации нефтегазового сектора



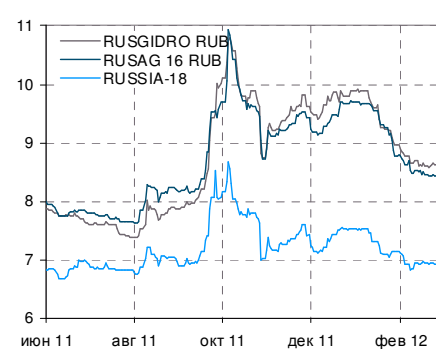
Еврооблигации металлургического сектора



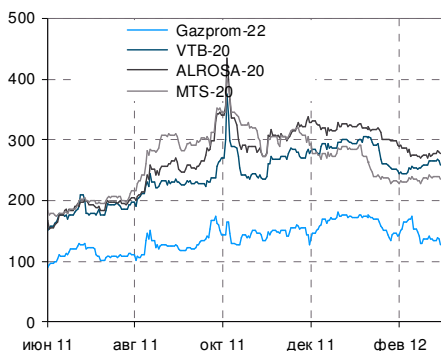
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



Еврооблигации, номинированные в рублях



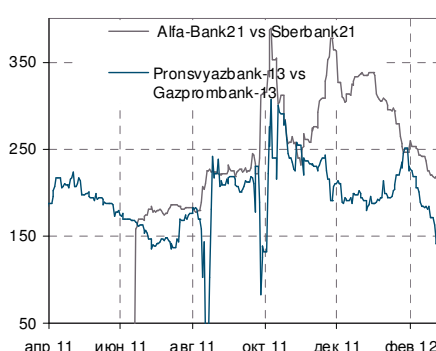
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

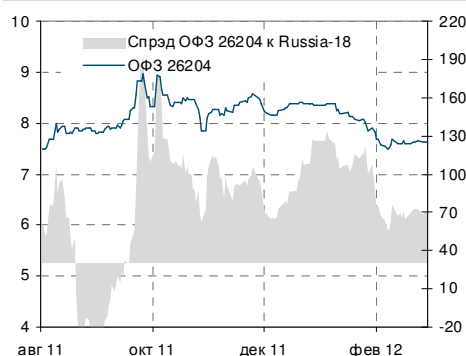


Спрэды в банковском секторе

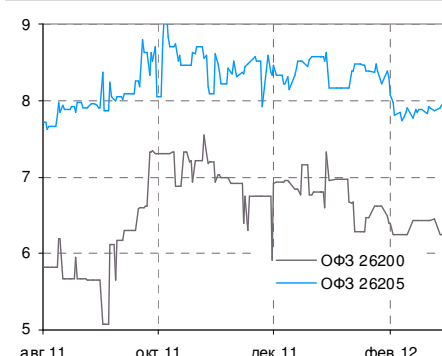


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

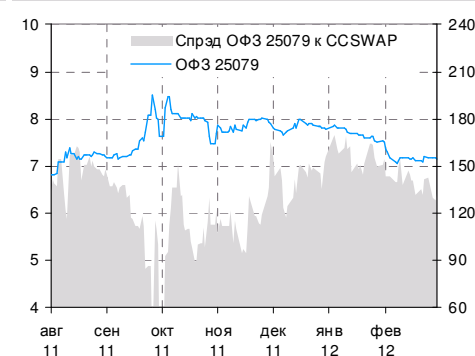
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

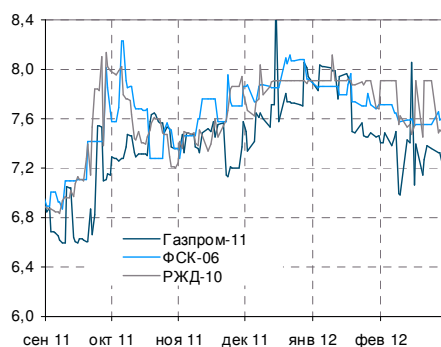


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

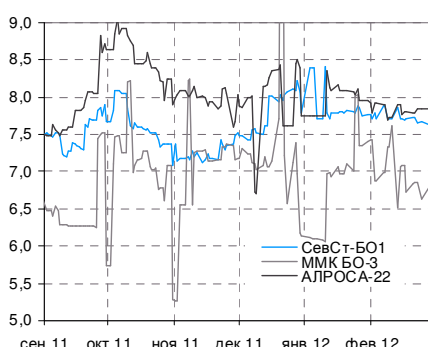


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

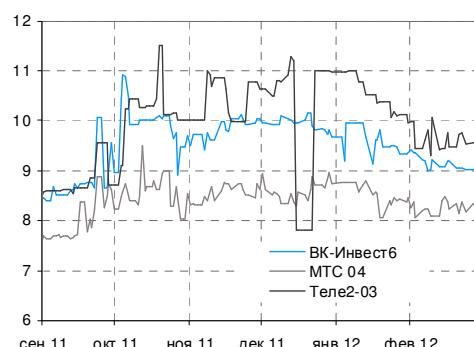
Доходности российских монополий



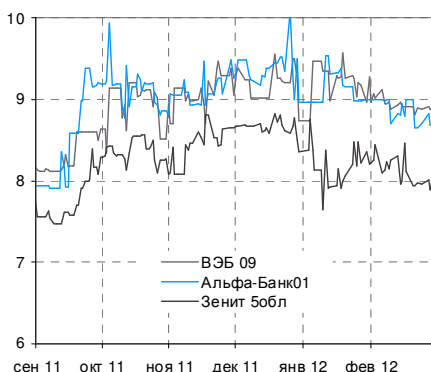
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



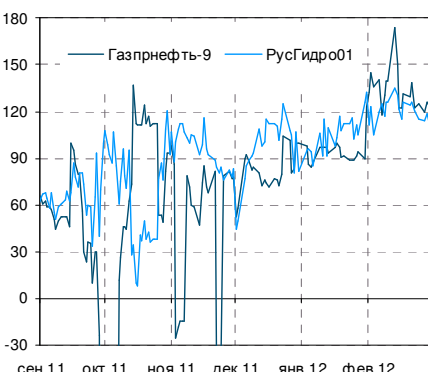
Доходности "Телекоммуникации"



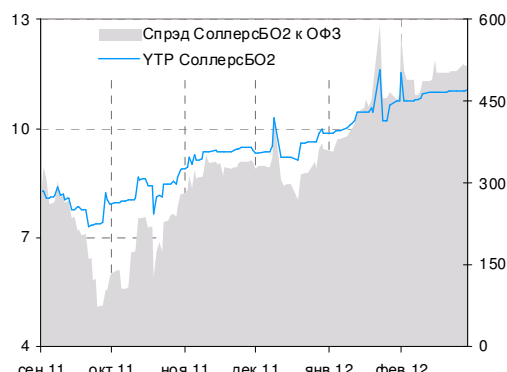
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

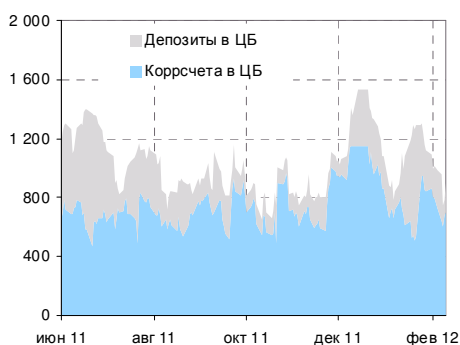


Облигации с текущей доходностью выше 10%

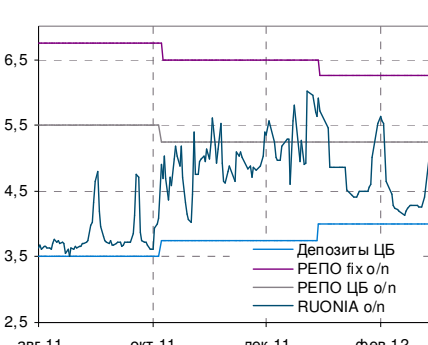


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Динамика депозитов и остатков на корсчетах



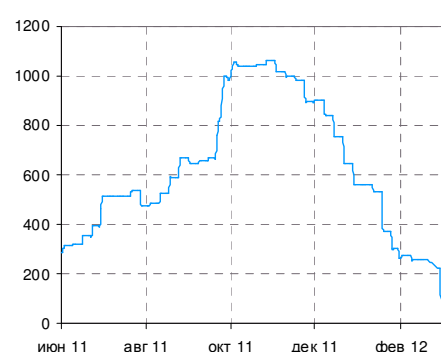
Динамика ставок денежного рынка



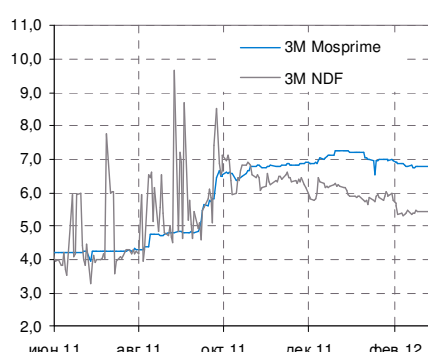
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



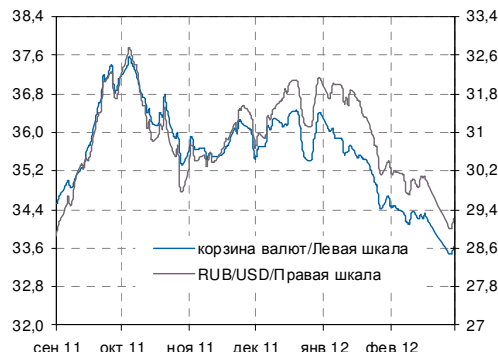
Динамика задолженности по депозитам Минфина



3M Mosprime и ставка NDF



Динамика валютного курса



Аналитический департамент

Тел. (495) 797-32-48

Факс. (495) 797-52-48

research@nomos.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Нефть и газ

Денис Борисов

Borisov_DV@nomos.ru

Металлургия

Юрий Воллов, CFA

Volov_YM@nomos.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин

Lyamin_MY@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin_IA@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Телекоммуникации/**Потребсектор**

Евгений Голосной

Golosnoy_EA@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Александр Полютков

Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова

Fedotkova_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк рассматривают в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков банков в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не берут на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем, клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения НОМОС-БАНКа и Ханты-Мансийского банка. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не несут ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.