

Конъюнктура рынков

Внешние рынки

Вчерашние аукционы по векселям Португалии, формировавшие существенные беспокойства, не принесли каких-то неприятных сюрпризов, что позволило снизить давление продаж не только на всю суверенную кривую, но и на весь сегмент европейских долгов. Макроданные, отражающие признаки более сильной, чем прогнозировалось, активности промышленного сектора как Европы и Китая, так и США, выступали дополнительным драйвером спроса на рискованные активы.

Российские еврооблигации

В сегменте российских еврооблигаций ценовая динамика вчера формировалась смешанной, несмотря на преобладающий позитивный настрой на внешних рынках. Как мы полагаем, отдельные участники рынка предпочитали использовать текущий благоприятный момент для фиксации прибыли. Новые выпуски Сбербанка в центре спроса, особенно Сбербанк-22.

Рублевые облигации

Ошеломляющие итоги аукциона по ОФЗ 26205, отразившие более чем 5-кратный переспрос, значительная часть которого была сформирована заявками нерезидентов, стали серьезным драйвером для дальнейшего ценового роста предложенного выпуска, а также общей переоценки в госсекторе. В корпоративных бумагах резонанс был ощутимо слабее, к тому же первичное предложение лишает «вторичный рынок» возможностей для ощутимого ценового апсайда.

FX/Rates

Укрепление рубля на локальном рынке происходит без поддержки фактора сжатия ликвидности. Окончание налоговых выплат отразилось на спросе участников на денежные ресурсы - ставки денежного рынка снижаются.

Наши ожидания

На наш взгляд, имеющие место опасения по части пятничных отчетов по рынку труда США вряд ли способны серьезно помешать сохранить глобальным рынкам сформировавшийся позитивный настрой.

На этом фоне в сегменте российских еврооблигаций весьма вероятным выглядит продолжение ценового роста.

Рублевый сегмент, судя по всему, будет «приходить в себя» после вчерашней ценовой гонки в ОФЗ, что обещает частичную фиксацию полученного апсайда.

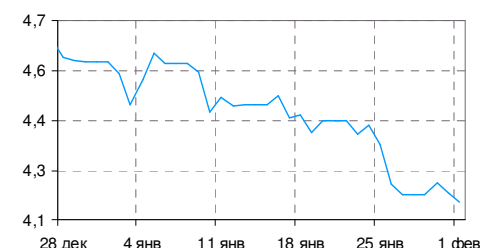
Сегодня, при снижении спроса на рублевую ликвидность со стороны участников, основным индикатором для направления движения локального валютного рынка будет внешний фон. До тех пор пока пара EUR/USD удерживается на текущих уровнях (1,317x), у рубля есть шанс продемонстрировать небольшое укрепление.

Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	4,15	-3
CDS России	217	-7
MOSPRIME o/n	4,87	-62
NDF 3M	5,70	-7

	значение	изм
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	679,8	-45
Остатки на депозитах, млрд руб.	317,7	-58
Доллар / рубль (ЦБ), руб	30,12	-0,17
Корзина (ЦБ), руб	34,46	-0,02

Динамика доходности Russia-30



Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3M	0,54	-0,5
ERIBOR 3M	1,12	-1,0
EUR/USD	1,32	
UST-10	1,83	3
Германия-10	1,85	6
EFSF-10	2,96	1
Италия - 10	5,66	-27
Испания - 10	4,82	-12
CDS 5Y Ирландия	587	-34
CDS 5Y Португалия	1375	-109
CDS 5Y Италия	392	-24
CDS 5Y Испания	355	-21
CDS 5Y Греция	6121	60

Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	584,5	-35
iTRAXX CEEMEA 5Y	290,5	-9
iTRAXX SOVX WE 5Y	325,4	-13

Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 26205	8,08	-21
ОФЗ 25077	7,50	-6
Газпром-11	7,40	-1
РЖД-10	7,67	-1
ФСК-6	7,71	0
РусГидро-1	8,75	-30
МТС-04	8,27	-20
Вк-Инвест6	9,42	7
Северсталь-Б01	7,71	-5
ВЭБ-09	8,96	-31
Альфа-Банк01	9,00	0

Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	7,08	-3
Gazprom-37	6,54	2
Sberbank-21	5,78	-8
AlfaBank-21	8,37	0
Evraz-18	7,86	-2
Vimpel-22	8,27	-9
TNK-BP-18	5,48	-4

Главные новости

Мировая промышленность демонстрирует признаки оживления.

Индекс Global PMI mfg растет второй месяц подряд, сигнализируя об ускорении промышленного роста в мире. Очень похоже, что дно цикла пройдено, хотя для полной уверенности надо дождаться положительной статистики из Китая.

В России промышленная конъюнктура в начале года несколько ухудшилась, свидетельствуя о замедлении роста. Такое развитие событий соответствует базовому сценарию.

ДельтаКредит в текущем году рассчитывает на долговой рынок.

Банк в текущем году планирует привлечь с долгового рынка 25 млрд руб. Ожидаемая срочность – 3-5 лет. С учетом текущей конъюнктуры, на наш взгляд, банку придется предложить дополнительную премию к рынку, что окажет давление на маржинальность его деятельности.

Неоднозначные финансовые результаты Газпрома за 3 кв. 2011 г. по МСФО.

Накануне Газпром опубликовал финансовые результаты по МСФО за 3 кв. 2011 г., которые оказались далеко неоднозначными. Высокий показатель EBITDA (прежде всего за счет существенного влияния разовой статьи «изменение в балансе готовой продукции, незавершенного производства и прочих эффектов») и хорошее управление оборотным капиталом (снизился за квартал примерно на 430 млн долл.) не смогли нивелировать рекордный уровень CAPEX (13 млрд долл.). В результате, свободный денежный поток Газпрома оказался ниже нулевых отметок (минус 891 млн долл.). Вместе с тем, из-за существенного отставания сроков публикации финансовых результатов от фактического завершения отчетного периода, мы не ожидаем серьезного влияния вышедших данных на котировки.

Черкизово: операционные результаты за 2011 г.

Компания добилась в 2011 г. хороших операционных результатов, в частности в птицеводстве и свиноводстве, чему в том числе поспособствовала стабилизация цен на рынке зерна и мяса после аномального лета 2010 г. Также свой вклад внесли производственные площадки приобретенного в мае «Моссельпрома». Биржевые облигации Черкизово по-прежнему малопривлекательны.

Вы можете подписаться на рассылку наших обзоров по электронной почте. Для этого Вам достаточно прислать заявку с указанием адреса электронной почты, на который Вы хотели бы получать аналитические материалы, на адрес research@nomos.ru

Рыночная конъюнктура

Внешние рынки

Вчерашние аукционы по векселям Португалии, формировавшие существенные беспокойства, не принесли каких-то неприятных сюрпризов, что позволило снизить давление продаж не только на всю суверенную кривую, но и на весь сегмент европейских долгов. Макроданные, отражающие признаки более сильной, чем прогнозировалось, активности промышленного сектора как Европы и Китая, так и США, выступали дополнительным драйвером спроса на рискованные активы.

Дождаясь итогов размещения векселей Португалии, инвесторы уже получили ряд позитивных импульсов для укрепления спроса на рискованные активы, в частности, сначала из Китая, где январский индекс деловой активности оказался выше прогноза, а позже из Великобритании и ЕС, где выходили аналогичные позитивные данные. Отметим, что новое предложение Португалии нашло спрос, хотя индикаторы bid/cover оказались несколько слабее, чем в декабре. При этом был достигнут основной ожидаемый результат – доходность размещения сложилась ниже, чем на предыдущих январских аукционах: по векселям на 105 дней на уровне 4,068% годовых против 4,346%, по векселям на 168 дней – 4,463% против 4,74%. Таким образом, инвесторы продемонстрировали свою лояльность к текущим рискам Португалии, и это обеспечило возможность для положительных переоценок по всей национальной кривой, а также и по остальным европейским бондам.

Вместе с тем, и на немецкие 10-летние бумаги нашлось большое количество покупателей: было размещено бумаг на 4,1 млрд евро при плане в 4 млрд евро. Однако по итогам дня на фоне преобладающего спроса на риски их доходность увеличилась до 1,85% годовых.

В лидерах положительных переоценок в сегменте европейского долга были бонды Италии и Испании, на 10-летнем отрезке она снизилась к 4,8% и 5,7% годовых соответственно.

В UST лейтмотивом вчерашнего дня были продажи, сместившие доходность 10-летних до 1,83% годовых (на 3 б.п. выше предыдущего закрытия). Этому способствовали макроданные: хотя отчет ADP отразил меньшее, чем ожидалось, увеличение количества рабочих мест в частном секторе, национальные, а также глобальные индикаторы, характеризующие активность производственного сектора, смогли нивелировать негативные настроения.

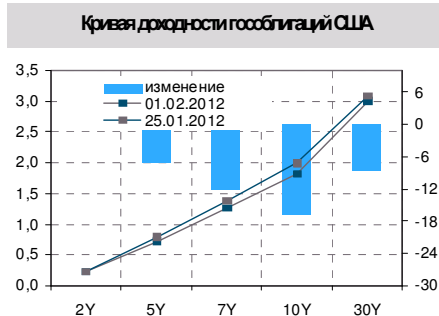
Европейская валюта в ходе вчерашних торгов продемонстрировала усиление позиций после довольно резкого снижения накануне. На фоне данного позитива довольно неоднозначная статистика из США отошла на второй план. В течение дня валютная пара EUR/USD достигла уровня 1,321х. На наш взгляд, сегодняшний день будет индикатором дальнейшего направления глобального рынка FOREX. В случае, если евро удастся удержаться на текущих уровнях, у него будут все шансы после небольшой паузы продолжить рост.

*Ольга Ефремова
Алексей Егоров*

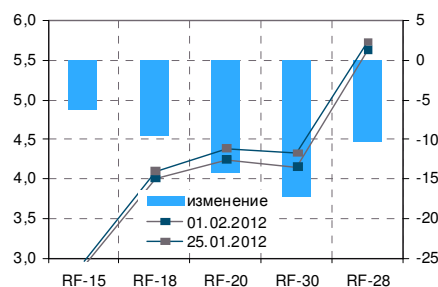
Российские еврооблигации

В сегменте российских еврооблигаций ценовая динамика вчера формировалась смешанной, несмотря на преобладающий позитивный настрой на внешних рынках. Как мы полагаем, отдельные участники рынка предпочитали использовать текущий благоприятный момент для фиксации прибыли. Новые выпуски Сбербанка в центре спроса, особенно Сбербанк-22.

Несмотря на всплеск спроса на рискованные активы на глобальных



Кривая доходности гособлигаций России



площадках, избыточного покупательского энтузиазма в российских евробондах не наблюдалось. Не исключаем, что текущую комфортную конъюнктуру отдельные игроки предпочли использовать для фиксации прибыли.

В суверенных Russia-30 вновь предпринималась попытка «штурмовать» отметку в 119%, но пока продвинуться выше 118,875% не удастся. К тому же на этом уровне формируется навес заявок на продажу, который вчера не позволил доходности бенчмарка сдвинуться ниже 4,15% годовых. При этом суверенный спрэд к UST колеблется в районе 230 -235 б.п.

В негосударственном секторе основанные интересы участников концентрировались в новых выпусках Сбербанка, где Сбербанк-22 с большим отрывом лидирует по переоценке – его котировки уже вплотную приблизились к отметке 101% от номинала, достигая в отдельных сделках даже 101,5% (YTM 5,92%).

В остальном же торги складывались весьма неоднородно: «точечные» покупки проходили в выпусках ТМК, Совкомфлота, ВТБ-35 и т.д. При этом кривая Газпрома оказалась под давлением продаж, вероятно, по причине того, что инвесторов не удовлетворили опубликованные вчера компанией финансовые результаты за 3 квартал прошлого года.

Отметим, что довольно сдержанно участники рынка настроены в отношении рублевых еврооблигаций, несмотря на продолжающееся укрепление национальной валюты. В наибольшей степени по сокращению спрэда к своим рублевым аналогам «отстают» бумаги Russia-18. Хотя здесь причина, возможно, кроется в опасениях по потенциальному притоку нового предложения, хотя это мало отражает общий весьма позитивный настрой нерезидентов к российскому госдолгу, зафиксированный на вчерашнем аукционе по ОФЗ 26205. Кроме того, довольно медленно сокращает спрэд к рублевым бумагам выпуск РусГидро, что, как мы полагаем, позволяет относить его к списку инвестиционных идей.

Ольга Ефремова

Рублевые облигации

Ошеломляющие итоги аукциона по ОФЗ 26205, отразившие более чем 5-кратный переспрос, значительная часть которого была сформирована заявками нерезидентов, стали серьезным драйвером для дальнейшего ценового роста предложенного выпуска, а также общей переоценки в госсекторе. В корпоративных бумагах резонанс был ощутимо слабее, к тому же первичное предложение лишает «вторичный рынок» возможностей для ощутимого ценового апсайда.

Вселявший оптимистичные прогнозы по части возможного спроса со стороны покупателей аукцион по ОФЗ серии 26205 оказался ключевым драйвером для ощутимого ценового роста всего сегмента госбумаг и особенно выпусков длинной дюрации. Более чем 5-кратный переспрос (объем заявок на 192,219 млрд руб. при объеме предложения в 35 млрд руб.) позволил разместиться с доходностью на 5 б.п. ниже заявленного ориентира в 8,3-8,4% годовых, а после аукциона продвинул доходность бумаг еще больше – до 8,08% годовых.

Отметим, что заметный рывок вниз по доходности произошел фактически по всем выпускам с дюрацией 3 и более лет (25075, 25079, 26206, 26204).

В то же время на корпоративном секторе подобная эйфория отразилась в гораздо меньшей степени. Существенного перетока спроса, неудовлетворенного в ОФЗ, не наблюдалось, хотя выборочные покупки в бумагах, характеризующихся квазисуверенными рисками, были зафиксированы – в «плюсе» день закончился для бумаг ВЭБ-09 и ВЭБ-06, а также Газпром нефть-4 и Газпром нефть-8. Отметим также продолжение покупок в выпусках НижегородОбл-7 и СамарОбл-7. Обращает на себя внимание переоценка в бумагах ЕАБР-3, обусловленная, судя по всему, тем, как активно эмитент двигает ориентиры по своему новому предложению. Финальный анонс обозначил диапазон 8,4%-8,5% годовых,

что соответствует доходности к оферте через 2 года 8,67%-8,77% годовых, в то время как по торгующимся выпускам с дюрацией 1,6 года доходность была выше 8,6% годовых и только за вчерашний день к концу дня снизилась до 8,54% годовых. Вместе с тем, на наш взгляд, на этих уровнях появляются более привлекательные с точки зрения текущей доходности «альтернативы» в виде более коротких биржевых облигаций Газпромбанка серий 01 и 02, а также выпусков РСХБ, например РСХБ-15.

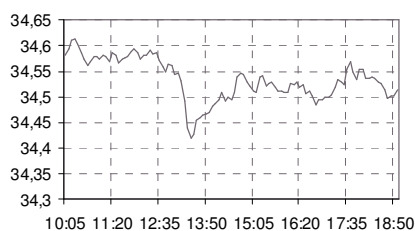
Ольга Ефремова

Forex/Rates

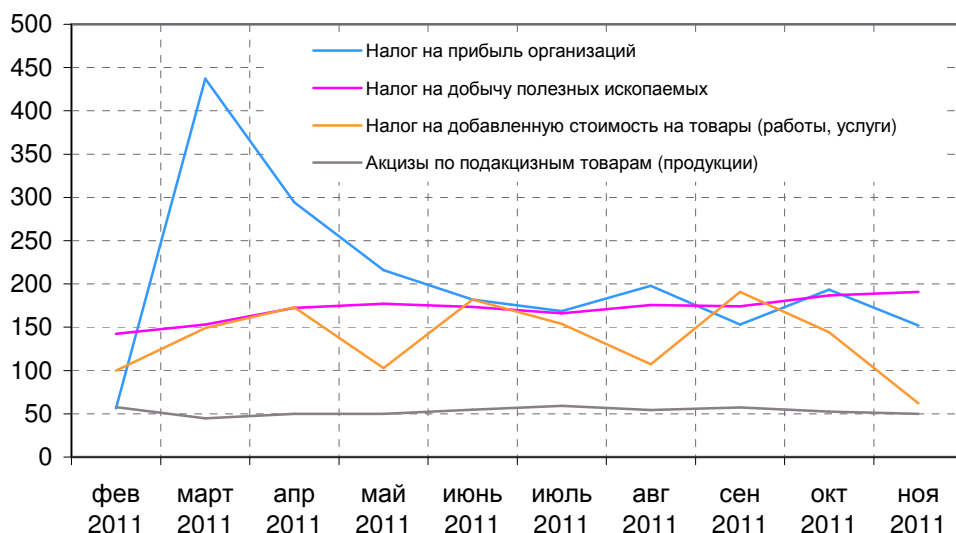
Укрепление рубля на локальном рынке происходит без поддержки фактора сжатия ликвидности. Окончание налоговых выплат отразилось на спросе участников на денежные ресурсы - ставки денежного рынка снижаются.

Вчерашняя реакция локального валютного рынка при открытии торгов на резкое снижение пары EUR/USD была вполне объяснимой. Курс доллара по отношению к рублю в начале сессии вырос на 17 коп. до 30,34 руб. С переменной настроений на глобальных площадках в сторону увеличения спроса на рискованные активы на локальном рынке можно было наблюдать плавные попытки рубля вернуться к позавчерашним значениям. Вместе с тем, фактор сжатия ликвидности, ранее оказывающий поддержку национальной валюте, вчера отошел на второй план. Сокращение остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ почти на 103 млрд руб. несколько не отразилось на общем спросе на ресурсы, что выражалось снижением их стоимости на денежном рынке. Так, ставка MosPrime o/n опустилась ниже уровня 5% и составила 4,87%. Подобное снижение спроса на ресурсы очень характерно для первых чисел каждого месяца (по окончании налогового периода). Вместе с тем, уровень ликвидности банковской системы с каждым разом становится все более скромным, а при текущей стоимости национальной валюты не следует рассчитывать на валютные интервенции со стороны ЦБ, способные пополнить истощившиеся запасы ресурсов. Единственное, на что могут рассчитывать кредитные организации - это на понижение минимальных процентных ставок по предоставлению ликвидности Банком России. Однако мы скептически относимся к возможным изменениям монетарной политики в краткосрочной перспективе и не ожидаем от завтрашнего заседания совета директоров ЦБ по вопросу процентных ставок решительных действий. На наш взгляд, наиболее актуальное время на рынке может настать в конце марта, накануне уплаты налога на прибыль организаций за 2011 год в бюджет.

Динамика бивалютной корзины



Структура налоговых выплат



Источник: ФНС РФ, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Алексей Егоров

Наши ожидания

На наш взгляд, имеющие место опасения по части пятничных отчетов по рынку труда США вряд ли способны серьезно помешать глобальным рынкам сохранить сформировавшийся позитивный настрой.

На этом фоне в сегменте российских еврооблигаций весьма вероятным выглядит продолжение ценового роста.

Рублевый сегмент, судя по всему, будет «приходить в себя» после вчерашней ценовой гонки в ОФЗ, что обещает частичную фиксацию полученного апсайда.

Сегодня, при снижении спроса на рублевую ликвидность со стороны участников, основным индикатором для направления движения локального валютного рынка будет внешний фон. До тех пор пока пара EUR/USD удерживается на текущих уровнях (1,317х), у рубля есть шанс продемонстрировать небольшое укрепление.

Ольга Ефремова
Алексей Егоров

Календарь событий

Внешний долговой рынок

2 февраля Размещение гособлигаций Франции с погашением в 2018, 2020 и 2022 годах.

Денежный рынок

2 февраля Депозитный аукцион ЦБ на срок 1 месяц.

Макроэкономические события

3 февраля Заседание Банка России по ставкам.

Отчет Министерства труда США об изменении количества рабочих мест и безработице за январь.

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Новости кратко

Макроновости

- **3 февраля Совет директоров ЦБ РФ рассмотрит вопрос о ставках**, в том числе, о ставке рефинансирования.
- По оценке Росстата, **инфляция в России** за период с 24 по 30 января 2012 года составила 0,1%, с начала месяца - 0,5% (в 2011 году в целом за январь инфляция была на уровне 2,4%).
- Минэкономразвития, согласно заявлениям А. Клепача, обозначил возможность изменения прогноза ключевых индикаторов:
 - дефицит бюджета в 2012 году составит около 1% ВВП. Как сообщалось, в законе о бюджете на 2012 год дефицит бюджета заложен в размере 1,5% ВВП.
 - рост ВВП может быть повышен до 4,5%.
- По данным Минфина, объем Резервного фонда по состоянию на 1 февраля составил 1,863 трлн руб., Фонда национального благосостояния – 2,682 трлн руб. При этом совокупная доходность размещения средств Резервного фонда на счетах в иностранной валюте в Банке России, выраженная в корзине разрешенных иностранных валют, составила за 2011 год 1,80% годовых, Фонда национального благосостояния - 2,67% годовых.

Корпоративные новости

- Чистая прибыль Группы **Газпромбанка** в январе-сентябре 2011 года сократилась по сравнению с тем же периодом 2010 года на 22,6% - до 34,958 млрд руб. с 45,171 млрд руб. Выручка группы снизилась почти в 2,5 раза - до 94,226 млрд руб. с 231,314 млрд руб. по итогам января-сентября 2010 года. Активы Газпромбанка выросли до 2,1 трлн руб. с 1,8 трлн руб. по итогам 3 кварталов 2010 года, обязательства увеличились до 1,8 трлн руб. с 1,6 трлн руб.
- **ОАО «КуйбышевАзот»** анонсирует, что по итогам 2011 года получило 5,9 млрд руб. чистой прибыли, что в 3,4 раза превышает показатель за 2010 год. Объем реализации продукции вырос за прошлый год на 48% до 31,2 млрд руб. Производство аммиака за отчетный период увеличилось на 24,7% - до 649 тыс. тонн, аммиачной селитры - на 11%, до 550,8 тыс. тонн, карбамида - на 18,9%, до 349,6 тыс. тонн, сульфата аммония - на 9,1%, до 479,5 тыс. тонн. Выпуск капролактама вырос на 10% - до 192 тыс. тонн, полиамида-6 - на 25,5%, до 141,9 тыс. тонн, технической и кордной нити - на 78,6% до 13,5 тыс. тонн. Таким образом, в 2011 году на предприятии достигнута максимальная за весь период выпуска выработка аммиака, капролактама, аммиачной селитры, карбамида и сульфата аммония. Согласно заявлениям менеджмента, подобная динамика стала возможна благодаря комфортной конъюнктуре товарных рынков по основным видам товарной продукции. Объем капитальных расходов на строительство и техперевооружение ОАО «КуйбышевАзот» составил в прошлом году 1,1 млрд руб., на капитальный ремонт производственных объектов - 1,6 млрд руб. /www.kuazot.ru/

Подобные итоги формируют ожидание достаточно сильных характеристик финансового профиля компании по итогам прошлого года. Хотя конечные выводы можно будет делать лишь после выхода отчетности, уже сейчас можно отметить, что текущая доходность находящихся в обращении бумаг серии 04 (УТР 11,12% годовых, оферта в апреле 2014 года) выглядит неоправданно завышенной. Более адекватное отражение справедливой стоимости, очевидно, сдерживает ограниченная ликвидность выпуска, при этом соответствующий кредитным метрикам компании спрэд к сопоставимым по дюрации бондам Акрона, как мы полагаем, должен составлять не более 150 б.п. (в настоящее время порядка 200 б.п.).

- Вчера вечером компания **МТС** сообщила, что Роскомнадзор выдал ей лицензию на предоставление в московском регионе услуг связи четвертого поколения в сетях LTE в диапазоне 2,57-2,62 ГГц. Лицензия действует до конца 2016 года, оказывать услуги нужно начать не позднее конца 2013 года. Представитель оператора Валерия Кузьменко отметила, что в Москве сеть LTE уже готова, МТС включит ее, как только получит разрешение от Роскомнадзора. По условиям Госкомиссии по радиочастотам (ГКРЧ), это будет возможно только после проведения конкурсов на федеральные комплекты частот для LTE (791-862 МГц), которые должны были состояться до 1 февраля 2012 года, но пока еще даже не объявлены их условия. МТС формально стала первым российским GSM-оператором, получившим лицензию на право оказывать услуги мобильной связи 4G в стандарте LTE. В свою

очередь, согласно решению ГКРЧ, право строить сети LTE в столице имеется не только у МТС, но также у Скартела (бренд Yota) и МегаФона. /Ведомости/

Новость, безусловно, позитивная для долгосрочной стратегии развития МТС, учитывая, что лицензия получена на связь нового поколения (4G), причем в наиболее густонаселенном регионе страны с высоким уровнем доходов. Вместе с тем, учитывая долгосрочный характер влияния данного события на кредитный профиль компании, она не окажет влияния на котировки облигаций МТС.

Долговые рынки

- На аукционе по размещению **ОФЗ серии 26205** средневзвешенная цена составила 96,8742% от номинала, что соответствует доходности 8,25% годовых. Цена отсечения была установлена на уровне 96,85% от номинала (УТМ 8,25% годовых). Всего было продано бумаг на общую сумму 34,942 млрд руб. по номиналу при спросе 192,219 млрд руб. по номиналу, превысившему предложение (35 млрд руб.) более чем в 5 раз. Выручка от аукциона составила 34,563 млрд руб.
- **ЕАБР** во второй раз в среду понизил ориентир ставки 1 купона облигаций серии 01 объемом 5 млрд руб. - до уровня 8,4-8,5% годовых, что соответствует доходности к оферте на уровне 8,67-8,77% годовых. Первоначально ориентир купона находился в диапазоне 9-9,5% годовых, затем он был понижен до 8,5-8,75% годовых. По выпуску объявлена 2-летняя оферта. Размещение на ФБ ММВБ намечено на 6 февраля.
- Торги облигациями **КРЕДИТ ЕВРОПА БАНКа** серии 06 объемом 4 млрд руб. на ФБ ММВБ со 2 февраля 2012 года будут проходить в котировальном списке «Б». Ранее торги облигациями указанного выпуска проходили в котировальном списке «В» биржи.

Рейтинги и прогнозы

- Fitch присвоило рейтинги двум выпускам приоритетных необеспеченных биржевых облигаций **ОАО Банк ВТБ** серий БО-06 и БО-07, каждый объемом 10 млрд руб.: долгосрочные рейтинги в национальной валюте «BBB» и национальные долгосрочные рейтинги «AAA(rus)».
- Fitch присвоило рейтинги предстоящему выпуску приоритетных необеспеченных облигаций **ОАО «ВЭБ-лизинг»** серии 06 номинальным объемом 10 млрд руб.: ожидаемый долгосрочный рейтинг «BBB(exp)» и ожидаемый национальный долгосрочный рейтинг «AAA(rus)(exp)».

Главные новости

Мировая промышленность демонстрирует признаки оживления.

Индекс Global PMI mfg растет второй месяц подряд, сигнализируя об ускорении промышленного роста в мире. Очень похоже, что дно цикла пройдено, хотя для полной уверенности надо дождаться положительной статистики из Китая.

В России промышленная конъюнктура в начале года несколько ухудшилась, свидетельствуя о замедлении роста. Такое развитие событий соответствует базовому сценарию.

Событие. Индекс деловой активности в мировой промышленности (Global manufacturing PMI) вырос в январе с 50.5 до 51.2.

Индексы PMI manufacturing

	янв.12	дек.11	нояб.11	окт.11	сен.11	авг.11
США	54.1	53.1	52.2	51.8	52.5	52.5
Еврозона	48.8	46.9	46.4	47.1	48.5	49.0
Германия	51.0	48.4	47.9	49.1	50.3	50.9
Франция	48.5	48.9	47.3	48.5	48.2	49.1
Япония	50.7	50.2	49.1	50.6	49.3	51.9
Китай	48.8	48.7	47.7	51.0	49.9	49.9

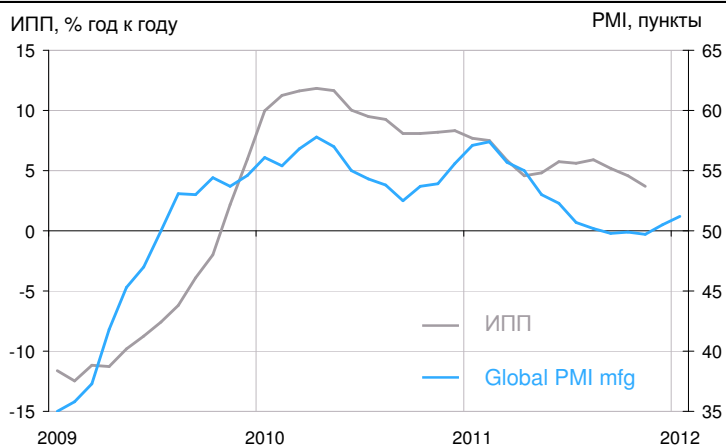
Россия	50.8	51.6	52.6	50.4	50.0	49.9
Бразилия	50.6	49.1	48.7	46.5	45.5	46.0
Global PMI mfg	51.2	50.5	49.6	49.9	49.8	50.2

Источник: Markit

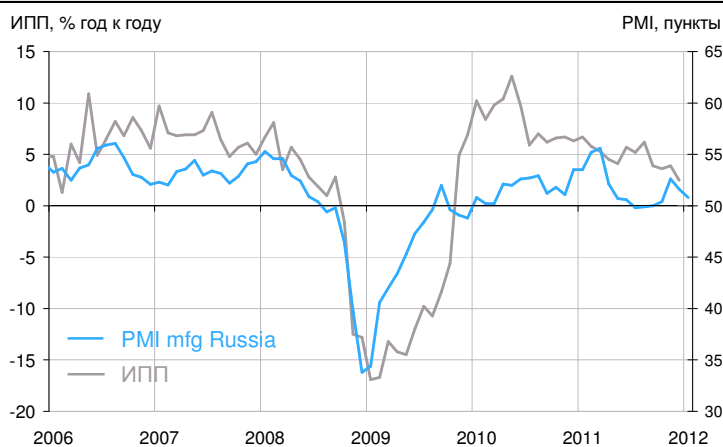
Комментарий. Рост индекса Global PMI mfg наблюдается второй месяц подряд, и это обстоятельство позволяет предполагать прохождение нижней точки цикла. Впрочем, большой уверенности в этом пока нет, т.к. крупнейшие промышленные регионы – Китай и Еврозона – находятся пока на отрицательной территории (индексы PMI ниже 50 пунктов). Основные поводы для оптимизма по-прежнему дают США, где индекс PMI mfg в январе достиг максимального значения за последние 7 месяцев. Улучшение ситуации наблюдается и в немецкой промышленности – здесь индекс PMI mfg был максимальным с июля прошлого года.

Российская промышленность в последние месяцы движется против мировых трендов – если Global PMI mfg растет второй месяц подряд, то Russia PMI mfg снижается с ноябрьского максимума. Ухудшение промышленной конъюнктуры в России объясняется в основном сокращением экспортных заказов, в то время как внутренний спрос демонстрирует положительную динамику. На положительной территории остается и компонента, характеризующая ситуацию с занятостью. Одним словом, ничего драматичного в российской промышленности пока не происходит – скорее всего, имеет место небольшой замедление. Это вполне вписывается в наши прогнозы, согласно которым рост промышленного производства в РФ в 2012 г составит 3.0 % по сравнению с 4.7 % в 2011 г.

Индекс Global PMI mfg и мировое промышленное производство



Индекс PMI mfg Russia и промышленное производство в России



Источники: Markit, REUTERS, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Кирилл Трemasов

ДельтаКредит в текущем году рассчитывает на долговой рынок.

Банк в текущем году планирует привлечь с долгового рынка 25 млрд руб. Ожидаемая срочность – 3-5 лет. С учетом текущей конъюнктуры, на наш взгляд, банку придется предложить дополнительную премию к рынку, что окажет давление на маржинальность его деятельности.

Событие. Банк ДельтаКредит (входит во французскую группу Societe Generale) планирует в конце 1 - начале 2 квартала разместить ипотечные облигации на 5 млрд руб., а всего в этом году рассчитывает занять на рынке 25 млрд руб. Объем облигационных займов - как корпоративных, так и ипотечных - в целом на 2012 год составит порядка 25 млрд руб., банк надеется привлечь средства на срок от 3 до 5 лет. Менеджмент отмечает, что банк уже 2 года не берет фондирования от материнского банка, а привлекает средства либо с рынка, либо от международных финансовых институтов.

Банк планирует в 2012 году выдать 33,5 млрд руб. новых ипотечных кредитов по

сравнению с 21,01 млрд руб. в прошлом году. Портфель банка по итогам 2012 года увеличится, по ожиданиям топ-менеджмента, до 80 млрд руб. с 62,4 млрд руб. Чистая процентная маржа банка в прошлом году оставалась в рамках целевого диапазона в 3-3,5%, и в этом году останется стабильной. Чистая прибыль банка по РСБУ за 2011 год составила 2,215 млрд руб., и показатель по МСФО за этот период, по ожиданиям менеджмента, будет несильно отличаться от результата по российским стандартам.

Комментарий. Отметим, что запланированный рост кредитного портфеля (+29%) достаточно оптимистичен. Несмотря на заявления эмитента о непривлечение средств от материнского банка, тем не менее, зависимость ДельтаКредит от аффилированных структур остается высокой - на середину прошлого года приходилось порядка 77% обязательств. Еще 10% приходилось на выпущенные бумаги, а на клиентские средства оставались более чем скромные 2%. На наш взгляд, на текущий момент возможность дальнейшей поддержки со стороны SG несколько ограничена в силу ряда макроэкономических факторов. Кроме того, касательно непосредственно Societe Generale: ЕВА озвучил в прошлом году, что для выполнения требований по достаточности капитала французскому банку необходимо пополнить капитал на 2,1 млрд евро к июлю текущего года.

Таким образом, с точки зрения своего дальнейшего развития, эмитенту действительно придется полагаться в большей степени на долговой рынок, поскольку модель ипотечного кредитования, построенная на фондировании за счет средств клиентов (депозитов физлиц), смотрится несколько сомнительно. Кроме того, камнем преткновения останется срочность привлеченных средств. Рынок сейчас более благожелательно настроен в отношении коротких бумаг: пул последних размещений в основном предлагал оферты в пределах 2 лет, что смотрится несколько «коротковато» для ипотечного кредитования. Для планируемых 3-5-летних бумаг банку, вероятно, придется предложить премию к рынку, что окажет давление на маржинальность его деятельности.

Единственный ликвидный выпуск облигаций банка с доходностью 9,4% при дюрации 810 дней смотрится, на наш взгляд, неинтересно, предлагая премию от 50 б.п. к кривой госбанков. Неплохую конкуренцию ему, в частности, составляет текущее вторичное размещение Росбанка (см. наш ежедневный обзор от 1 февраля 2012 года).

Финансовые показатели Банка ДельтаКредит по МСФО

	ДельтаКредит					
Место в ранжировании по размеру активов на 1 января 2012 года	68					
Рейтинг (M/S&P/F)	Baa2 / - / -					
"Материнские" компании	Societe Generale					
Moody's / S&P / Fitch	A1/A/A+					
Активы	1 247 млрд евро					
Местонахождение ГО	Франция					
Балансовые показатели, млн руб.	2009	2010	1H 2011	2011*	1H2011 / 2010	прогноз 2011 / 2010
Активы	55 529	56 068	60 947	67 300	8,7%	20,0%
Кредитный портфель (net)	46 728	50 190	51 384	60 385	2,4%	20,3%
NPL (90+)	1,6%	1,3%	1,2%	n/a	-0,1%	n/a
Капитал	7 258	9 024	10 234	10 958	13,4%	21,4%
Достаточность капитала (H1 для Дельта Кредит, TCAR для прочих)	18,4%	20,2%	22,0%	n/a	1,8%	n/a
Показатели прибыльности, млн руб.	1H 2010	2010	1H 2011	2011*	1H2011 / 1H2010	прогноз 2011 / 2010
Чистый процентный доход	1 433	2 816	1 346	2 935	-6,1%	4,3%
Чистый комиссионный доход	107	257	97	228	-9,1%	-11,1%
Отчисления в резервы	-77	-107	582	477	-854,7%	отриц.
Чистая прибыль	888	1 768	1 225	1 937	38,0%	9,6%

качественные показатели деятельности	1H 2010	2010	1H 2011	2011*	изменение за 1H2011	изменение за 2011
RoAE	23,0%	23,2%	25,4%	19,4%	2,4%	-3,8%
RoAA	3,2%	3,1%	4,2%	3,1%	1,0%	0,0%
NIM	4,4%	5,3%	4,5%	n/a	0,1%	n/a

* прогноз

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Елена Федоткова

Неоднозначные финансовые результаты Газпрома за 3 кв. 2011 г. по МСФО.

Накануне Газпром опубликовал финансовые результаты по МСФО за 3 кв. 2011 г., которые оказались далеко неоднозначными. Высокий показатель EBITDA (прежде всего за счет существенного влияния разовой статьи «изменение в балансе готовой продукции, незавершенного производства и прочих эффектов») и хорошее управление оборотным капиталом (снизился за квартал примерно на 430 млн долл.) не смогли нивелировать рекордный уровень CAPEX (13 млрд долл.). В результате, свободный денежный поток Газпрома оказался ниже нулевых отметок (минус 891 млн долл.). Вместе с тем, из-за существенного отставания сроков публикации финансовых результатов от фактического завершения отчетного периода, мы не ожидаем серьезного влияния вышедших данных на котировки облигаций компании.

Событие. Накануне Газпром обнародовал отчетность по МСФО за 3 кв. и 9 мес. 2011 г.

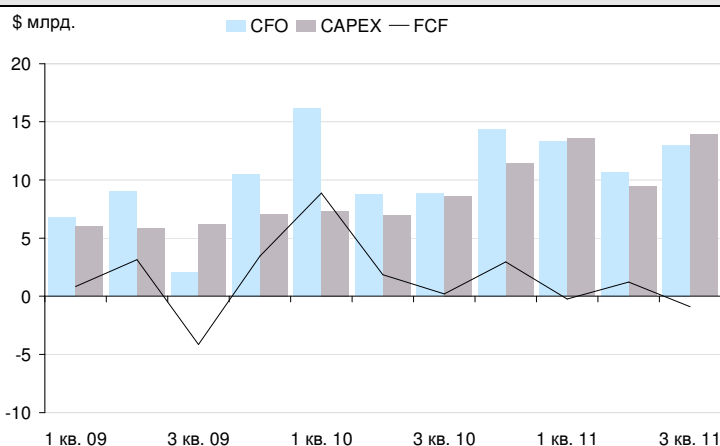
Комментарий. Выручка Газпрома в 3 кв. 2011 г по сравнению со 2 кв. 2011 г. ожидаемо снизилась (на 11% до 32,7 млрд долл.) вследствие уменьшения объемов продаж (со 109 млрд куб. м. до 84 млрд куб. м., в т.ч. в страны дальнего зарубежья – с 40 млрд куб. м. до 28 млрд куб. м.) под действием фактора сезонности, усугубления макроэкономических проблем в странах Еврозоны и снижения отбора газа европейскими потребителями на фоне расширения ценового спреда между спотовым и оптовыми рынками. При этом прирост выручки год-к-году составил 27% за счет роста цен (для РФ с 75 долл. до 89 долл. за тыс. куб. м., для стран СНГ – с 233 долл. до 304 долл. за тыс. куб. м., для европейских потребителей – с 310 долл. до 422 долл. за тыс. куб. м.).

Показатель EBITDA концерна за квартал снизился на 8,5% (до 13,6 млрд долл.) из-за влияния разовой статьи «изменение в балансе готовой продукции, незавершенного производства и прочих эффектов», что связано, главным образом, с увеличением остатка готовой продукции. Прирост EBITDA год-к-году составил 64% (преимущественно за счет увеличения выручки и разовых статей).

Ослабление курса рубля в 3 кв. 2011 г. привело к образованию отрицательных курсовых разниц (порядка 5 млрд долл.), которые стали причиной снижения чистой прибыли на 52% (до 5,2 млрд долл.).

Однако высокий показатель EBITDA и хорошее управление оборотным капиталом (снизился за квартал примерно на 430 млн долл.) не смогли нивелировать рекордный уровень CAPEX (13 млрд долл.), и в результате свободный денежный поток Газпрома вновь оказался ниже нулевых отметок (минус 891 млн долл.). Отметим, что на 2012 г. утвержден низкий CAPEX Газпрома (порядка 25 млрд долл.), что могло бы улучшить ситуацию. Но инвестпрограмма базируется на консервативном сценарии, и если дела концерна будут идти лучше ожиданий, то она (по итогам 1 полугодия) может быть скорректирована в сторону повышения.

Динамика изменения капитальных вложений и денежных потоков Газпрома



Источник: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Квартальный рост чистого долга (с 28,9 млрд долл. до 32,9 млрд долл.) был более существенным по сравнению с отрицательным значением свободного денежного потока, что обусловлено дивидендными выплатами (на эти цели концерн направил примерно 3 млрд долл.).

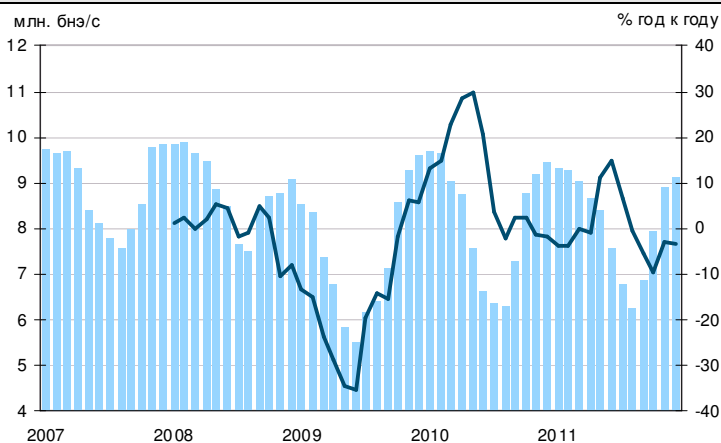
Что касается бондов Газпрома, то из-за существенного отставания сроков публикации финансовых результатов от фактического завершения отчетного периода, мы не ожидаем какого-либо влияния вышедших данных на динамику их котировок.

Финансовые результаты Газпрома за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по МСФО

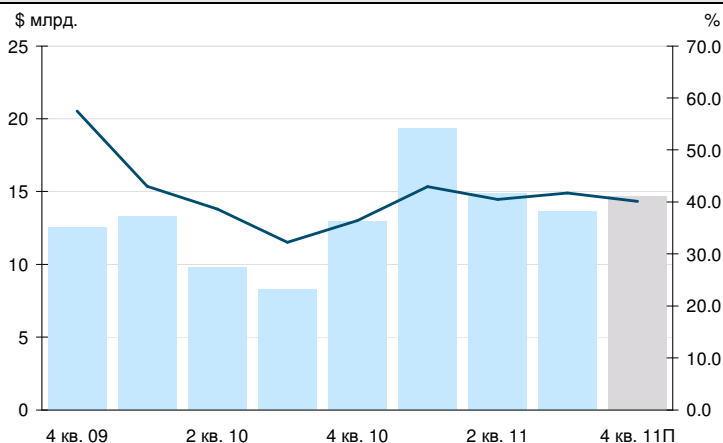
\$ млн	2 кв. 2011	3 кв. 2011	+/-, %	9 М 2010	9 М 2011	+/-, %	2011 П
Выручка	36 810	32 688	-11.1	83 024	114 485	37.9	150 966
EBITDA	14 896	13 623	-8.5	31 362	47 838	52.5	62 472
Маржа, %	40.5	41.7		37.8	41.8		41.4
Чистая прибыль	10 850	5 232	-51.8	22 193	32 458	46.3	40 194
Свободный денежный поток	1 228	-891	n.a	10 920	98	-99.1	5 277
Чистый долг	28 903	32 879	13.8	31 700	32 879	3.7	28 300

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Динамика добычи Газпрома



Динамика показателя EBITDA и рентабельности по EBITDA Газпрома



Источники: Reuters, данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Денис Борисов
Александр Полютов

Черкизово: операционные результаты за 2011 г.

Компания добилась в 2011 г. хороших операционных результатов, в частности в птицеводстве и свиноводстве, чему в том числе поспособствовала стабилизация цен на рынке зерна и мяса после аномального лета 2010 г. Также свой вклад внесли производственные площадки приобретенного в мае «Моссельпрома». Биржевые облигации Черкизово по-прежнему малопривлекательны.

Событие. Вчера Группа Черкизово представила операционные результаты за 2011 г.

Комментарий. Компания обеспечила в прошлом году заметный рост объема продаж мяса птицы (на 34% до 260,2 тыс. тонн к 2010 г.) как за счет запуска допмощностей в Брянском и Пензенском птицеводческих блоках, так и интеграции производственных площадок приобретенного в мае 2011 г. «Моссельпрома». Вместе с тем, цены на курятину остались стабильными и подросли за год лишь на 1% относительно 2010 г.

В сегменте «Свиноводство» в минувшем году наблюдался небольшой рост объема производства («+4%» до 91,4 тыс. тонн к 2010 г.) после стагнации, вызванной «чрезвычайной погодной ситуацией лета 2010 г.», когда цены на комбикорма заметно увеличились. В 2011 г. ситуация с сырьевой базой стабилизировалась и компания даже запустила новые площадки на свинокомплексах в Тамбове, Воронеже и Липецке. Что касается цен на свинину, то за прошлый год они заметно выросли (на 15%). По данным менеджмента, данная ситуация была вызвана переходом потребления на свинину с говядины, цены на которую резко увеличились.

В сегменте «Мясопереработка» продажи показывают стабильную динамику роста («+3%» до 145,27 тыс. тонн к 2010 г.), причем до докризисного уровня, благодаря сохраняющемуся спросу на продукцию Черкизово.

Биржевых облигаций Черкизово серии БО-3 (УТМ 10,12%/1,69 г.) по-прежнему низколиквидные, влияние операционных результатов на котировки бумаг маловероятно.

Операционные результаты Группы Черкизово

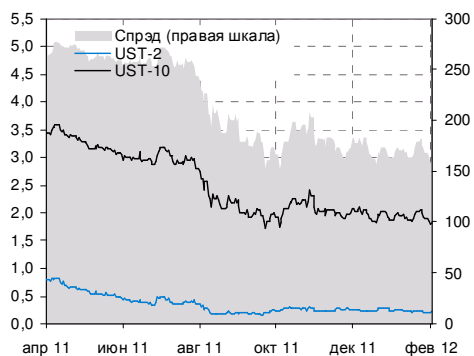
тыс. тонн	2011	2010	Изм. %
Птицеводство	260,2	194,1	34,1
Свиноводство	91,4	87,7	4,3
Мясопереработка	145,3	141,6	2,6

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

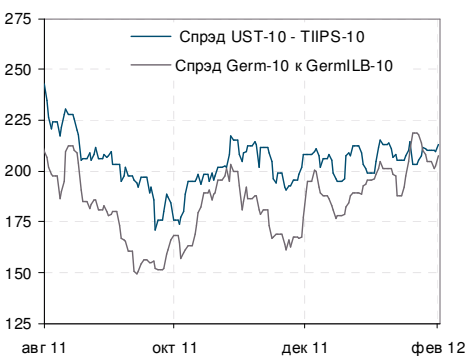
Александр Полюттов

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

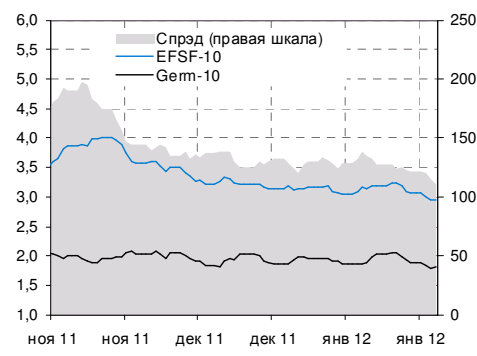
Казначейские обязательства США 2-летн. и 10-летн.



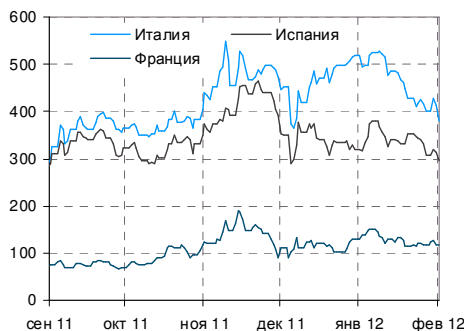
Спрэд UST-10 к TIPS-10 и Germ-10 к GermILB-10



10-летние бумаги Германии и EFSF-10



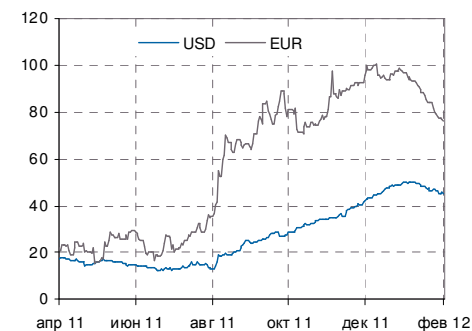
Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

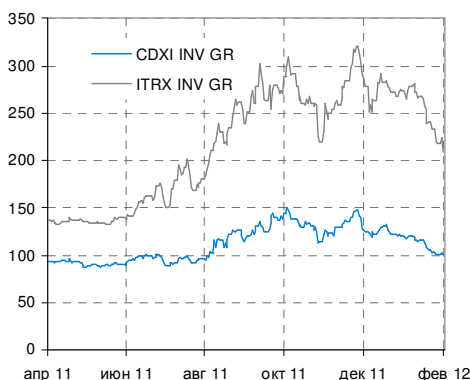


Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

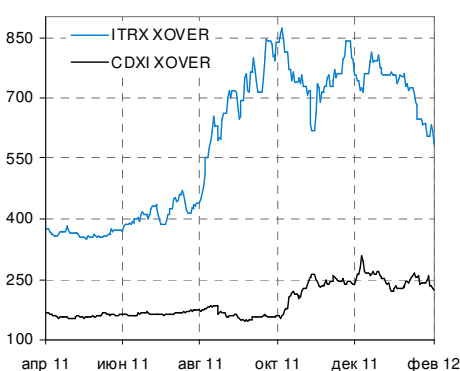


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

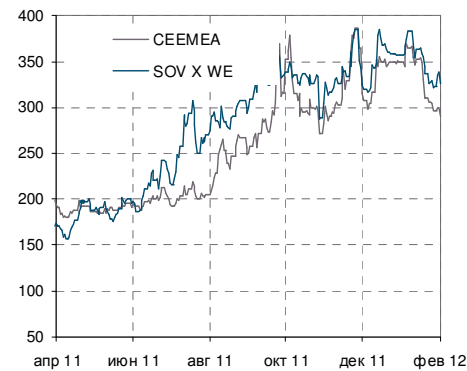
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX / Cross-Over

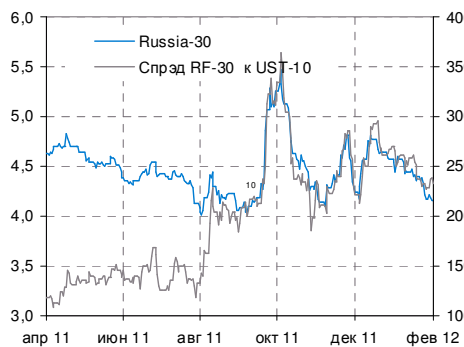


ITRX / Governments

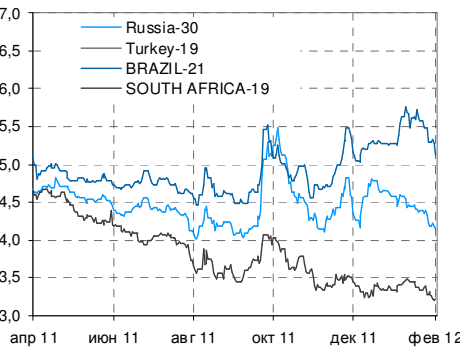


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

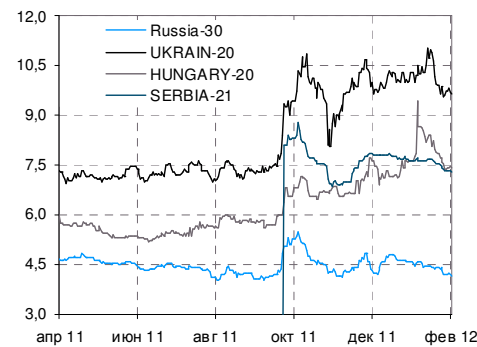
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

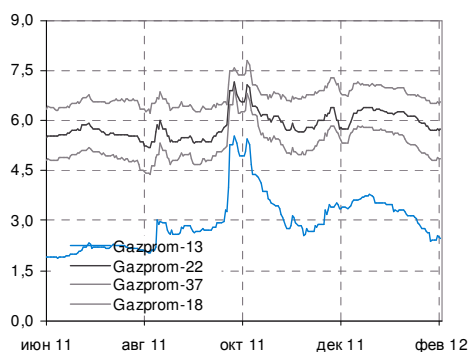


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

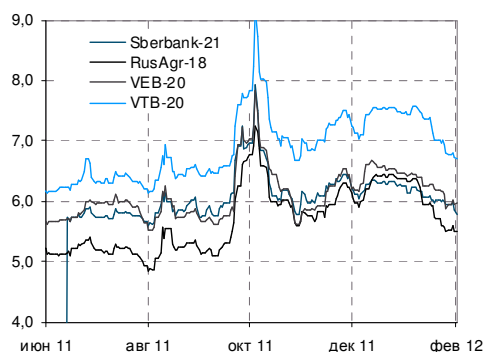


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

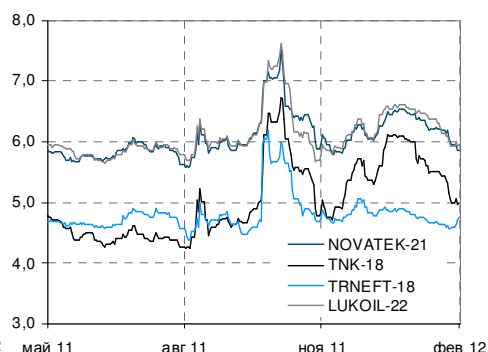
Еврооблигации Газпрома



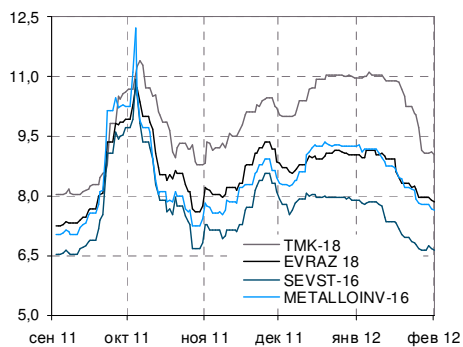
Евробонды госбанков



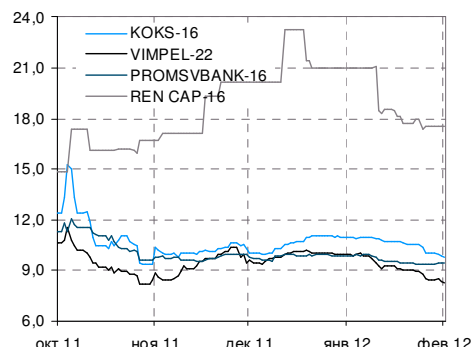
Еврооблигации нефтегазового сектора



Еврооблигации металлургического сектора



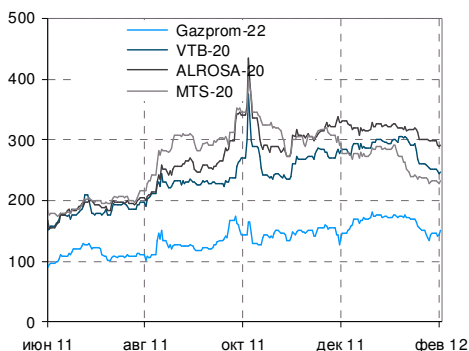
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



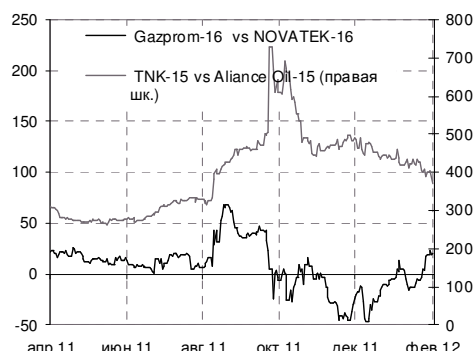
Еврооблигации, номинированные в рублях



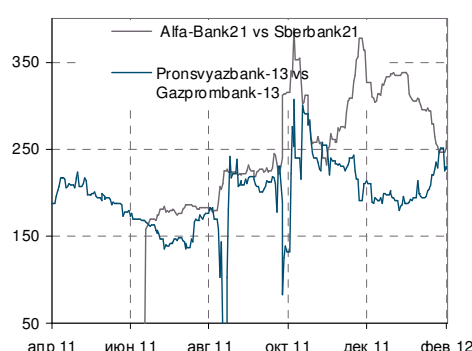
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

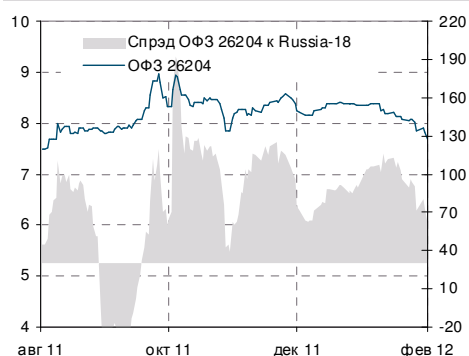


Спрэды в банковском секторе

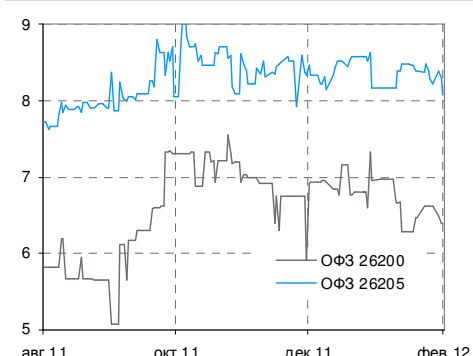


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

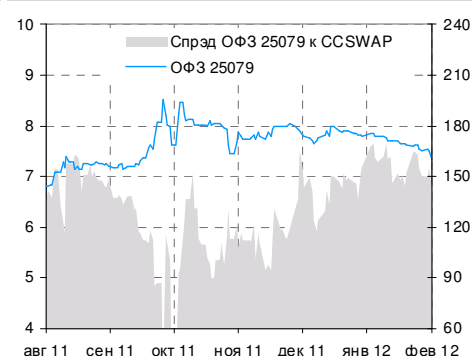
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

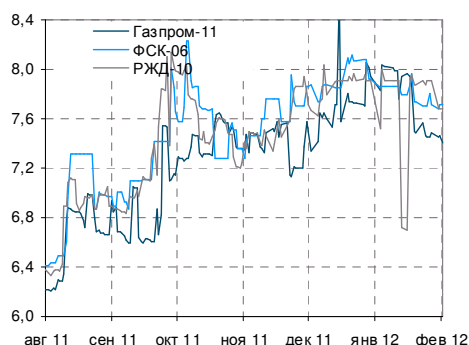


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

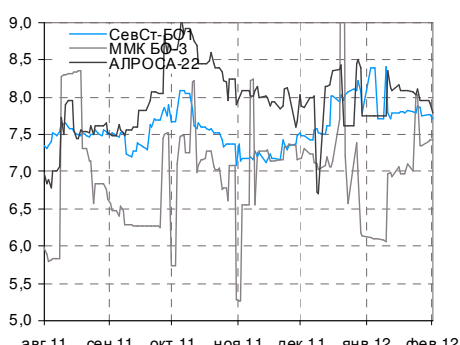


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

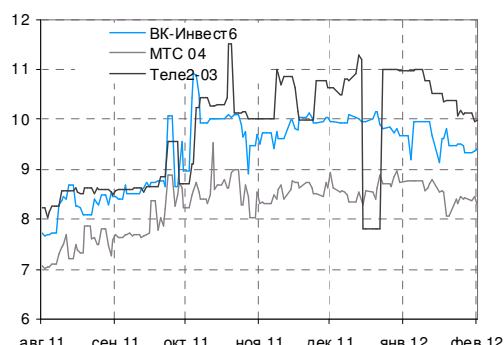
Доходности российских монополий



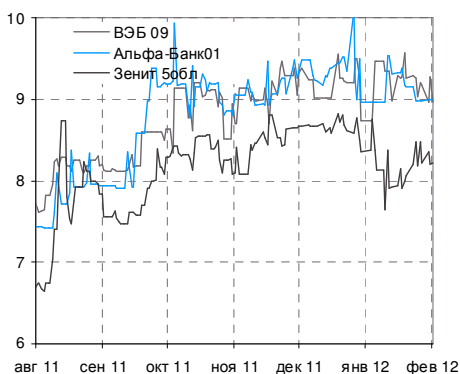
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



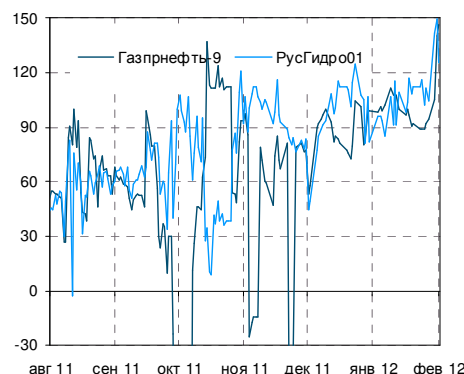
Доходности "Телекоммуникации"



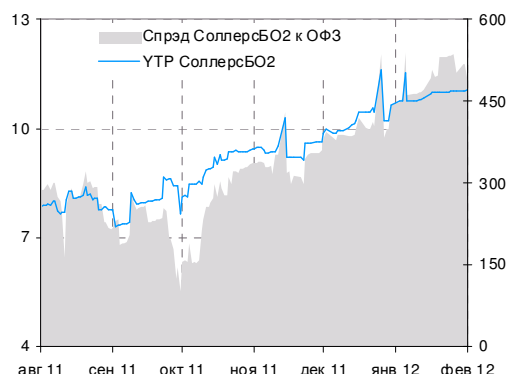
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

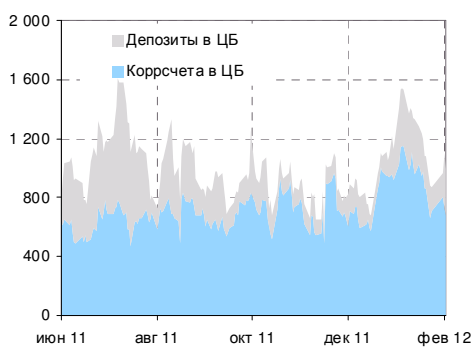


Облигации с текущей доходностью выше 10%

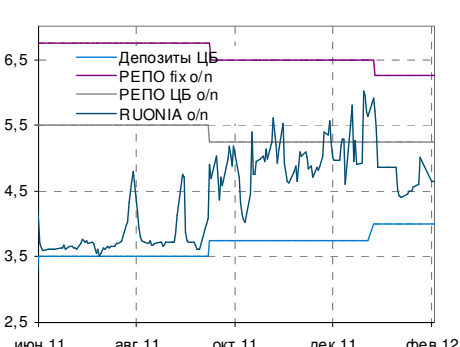


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Динамика депозитов и остатков на кор. счетах



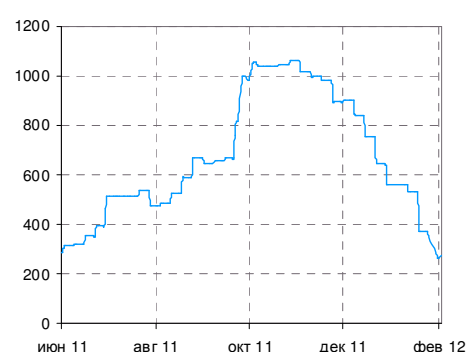
Динамика ставок денежного рынка



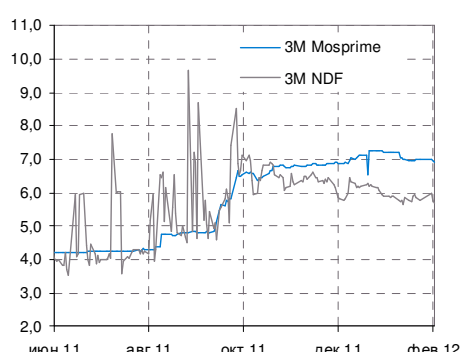
Динамика объемов и ставок РЕПО (o/n)



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 Волон, 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 Полютон

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 рассматривает в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные 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 Банка 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, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК, его 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 не берет 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. НОМОС-БАНК не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.