

Конъюнктура рынков

Внешние рынки

Глобальные фондовые площадки не удержались в области положительных переоценок – спрос на рискованные активы уменьшился под влиянием новостей о планах Испании значительно увеличить госдолг, а также после публикации стенограммы мартовского заседания FOMC. При этом и в части UST не наблюдалось особого оптимизма.

Российские еврооблигации

Спрос на суверенные выпуски, возможно, во многом поддержали заявления о том, что новых займов в текущем году не планируется. В корпоративном секторе основная активность в бумагах ВТБ на фоне road show нового выпуска.

Рублевые облигации

В сегменте рублевого долга во вторник было чуть больше положительных переоценок, но обороты по-прежнему остаются весьма скромными. Ориентиры Минфина для аукциона по размещению ОФЗ 26207 «по рынку».

FX/Rates

У локального валютного рынка в ходе вчерашних торгов открылось «второе дыхание», однако его хватило ненадолго.

Наши ожидания

Глобальные площадки сегодня продолжают отыгрывать вчерашние разочарования. При этом решение по ставке ЕЦБ и следующая за ним пресс-конференция М. Драги вряд ли смогут стать сильным драйвером, прерывающим негативную динамику в рискованных активах.

Из макроданных обращаем внимание на начало публикации отчетов по рынку труда в США: отчет от ADP об изменении количества рабочих мест в частном секторе.

Российские еврооблигации, как мы полагаем, окажутся под давлением внешнего негатива, при этом наиболее яркой реакции стоит ожидать в суверенных выпусках.

В рублевом сегменте сегодня в центре внимания аукцион по ОФЗ 26207, где доходность, по нашим оценкам, сложится на уровне порядка 8,15% годовых.

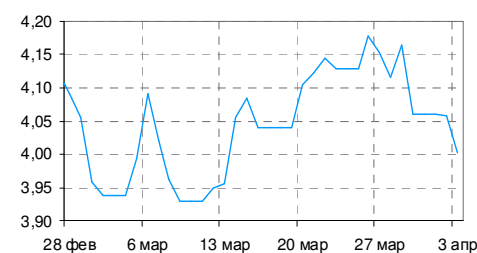
Локальный валютный рынок, на наш взгляд, в первой половине дня будет переосмысливать вчерашние события на глобальных площадках, тогда как вторая его половина может преподнести новую попытку рубля продемонстрировать укрепление.

Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	4,00	-6
CDS России	185	1
MOSPRIME o/n	5,99	22
NDF 3M	5,51	-9

	значение	изм
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	741,1	-44
Остатки на депозитах, млрд руб.	159,9	35
Доллар / рубль (ЦБ), руб	29,19	-0,09
Корзина (ЦБ), руб	33,55	-0,13

Динамика доходности Russia-30



Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3M	0,47	0,1
ERIBOR 3M	0,77	-0,1
EUR/USD	1,33	
UST-10	2,30	12
Германия-10	1,80	0
EFSF-10	2,82	-4
Италия - 10	5,14	5
Испания - 10	5,43	10
Португалия-10	11,56	16
CDS 5Y Ирландия	558	-3
CDS 5Y Португалия	1045	-24
CDS 5Y Италия	389	2
CDS 5Y Испания	436	5

Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	610,1	1
iTRAXX CEEMEA 5Y	271,4	2
iTRAXX SOVX WE 5Y	264,1	-2

Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 26205	7,80	-2
ОФЗ 25077	7,20	-3
Газпром-11	6,96	-43
РЖД-10	7,31	-18
ФСК-6	7,39	0
РусГидро-1	8,31	-5
МТС-04	8,01	17
Вк-Инвест6	8,87	-5
Северсталь-Б01	7,61	-14
ВЭБ-09	8,78	-9
Альфа-Банк01	8,73	0

Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	6,90	-1
Gazprom-37	6,25	-4
Sberbank-21	5,59	-1
AlfaBank-21	7,96	2
Euras-18	7,56	14
Vimpel-22	7,92	-4
TNK-BP-18	4,57	3

Главные новости

Министерство финансов обсуждает возможность снижения требований для инвестиций пенсионных средств.

Подобная мера поддержит выпуски второго/третьего эшелонов с рейтингов «B1» или «B+» По нашим подсчетам, под новые послабления попадает 21 эмитент.

ЛОКО-Банк (B2/-/B+) – итоги 2011 года по МСФО.

В прошлом году банк удержал маржинальность бизнеса на уровне 2010 года, в том числе за счет изменения структуры портфеля, обеспечив рост прибыли на 25%.

РОСНАНО (-/BB+/-): первичное предложение.

Новые облигации РОСНАНО, учитывая наличие госгарантии РФ и «ломбардный статус», при их продолжительной срочности и привязке купона к инфляции, скорее всего, найдут интерес у игроков, распоряжающихся пенсионными средствами. Мы рекомендуем принять участие в размещении бумаг ближе верхней границе индикатива.

Каркаде (-/-/B+) – новое предложение.

На наш взгляд, участие в займе интересно при доходности от YTM 13,5% годовых, учитывая имеющиеся предложения на рынке, амортизационную структуру займа и кредитный профиль эмитента.

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 фондовые площадки не удержались в области положительных переоценок – спрос на рискованные активы уменьшился под влиянием новостей о планах Испании значительно увеличить госдолг, а также после публикации стенограммы мартовского заседания FOMC. При этом и в части UST не наблюдалось особого оптимизма.

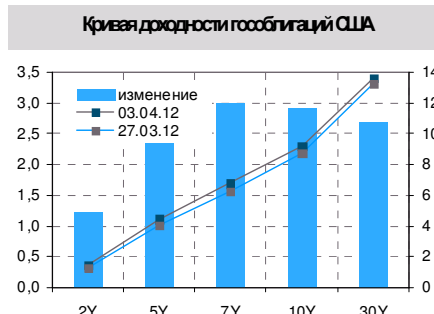
Вчерашний день завершился на «минорной ноте» в силу того, что поступающий новостной поток стимулировал к большей концентрации в защитных активах, нежели к продолжению покупок в рискованных. При этом явного резонанса на выходящую макростатистику не наблюдалось.

В сегменте европейского госдолга серьезных разочарований добавил анонс планов Испании по объемам заимствований на текущий год, который «проектирует» увеличение общего объема госдолга до 79,8% ВВП против 68,5% по итогам 2011 года. Проекция подобной динамики на Италию и Португалию, поддерживающих интенсивность размещения новых займов на уровне, сопоставимом с Испанией, сразу же стала мотивом для роста доходностей в силу возрастающих требований к премиям за риски возможного роста долга. Так, по 10-летним госбондам Италии доходность выросла на 5 б.п., а по испанским и португальским бондам – на 10 б.п. и 16 б.п. соответственно.

На американских площадках разочарования затронули не только фондовый сегмент, но и сегмент казначейских обязательств – доходность 10-летних UST увеличилась до 2,3% годовых («+12» б.п.). Серьезное влияние на общие настроения оказала публикация протокола мартовского заседания FOMC, раскрывающего, что вступительная часть заседания, затрагивающая экономическую ситуацию в стране, несильно отличалась от общей риторики последней пресс-конференции Б. Бернанке. Сохраняются опасения, связанные с риском того, что позитивная динамика на рынке труда, отражаемая в статистических отчетах, может кардинально измениться как это было в 2010 и 2011 годах. Ключевым моментом, вызвавшим явный резонанс, стало изменение количества приверженцев новой QE3, а также сохранения курса мягкой монетарной политики. Если ранее основным для ФРС из ряда экономических индикаторов, на основании которых принимались решения о дальнейшей монетарной политике, наиболее важным было состояние рынка труда, то теперь пристальное внимание будет обращено на уровень инфляции.

Отметим отдельно, что в начале этой недели глава китайского ЦБ выражал свое недовольство относительно сохраняющейся на протяжении последних лет мягкой монетарной политики США, в условиях которой многие страны испытывают сильный приток капитала и не в силах обуздать спровоцированную инфляцию. На наш взгляд, не стоит ждать в ближайшее время кардинальных изменений в действиях ФРС.

Все то, что раньше называлось сильным движением на международном валютном рынке со вчерашнего дня можно «переименовать» просто в небольшую коррекцию. Первая половина дня выглядела вполне спокойно: в ходе азиатской и европейской сессий пара EUR/USD находилась в диапазоне 1,33-1,3365х, плавно реагируя на публикуемые данные об индексе цен производителей ЕС и финальный ВВП Еврозоны за 4 квартал. При этом инвесторы не проявляли высокой активности. Ситуация кардинально изменилась уже ближе к окончанию дня с публикацией протокола предыдущего заседания FOMC. По итогам вчерашнего дня доллар продемонстрировал серьезное укрепление против основных валют. Так, пара EUR/USD находившаяся до



публикации протокола на уровне 1,334х снизилась до 1,3234х, а USD/JPY выросла с 82,07х до 82,93х.

Ольга Ефремова
Алексей Егоров

Российские еврооблигации

Спрос на суверенные выпуски, возможно, во многом поддержали заявления о том, что новых займов в текущем году не планируется. В корпоративном секторе основная активность в бумагах ВТБ на фоне road show нового выпуска.

Во вторник в течение дня сохранялась довольно комфортная обстановка в суверенных евробондах. При этом ценовой рост стал более ощутимым после прозвучавших заявлений со стороны министра финансов РФ о том, что программа внешних заимствований вряд ли будет увеличена. В результате, к закрытию бумаги Russia-30 подорожали до 120,0625% (доходность «балансирует» на отметке 4%), а котировки выпуска Russia-42, наиболее востребованного и динамично дорожающего с момента размещения, уже достаточно близко подошли к отметке 102% от номинала (YTM порядка 5,5%).

В корпоративном секторе основная торговая активность концентрировалась в новом долларовом выпуске РЖД, который подорожал в пределах 25 б.п. и «подтянул» за собой и РЖД-17.

Покупателям были интересны бумаги Sevstal-17, а также длинные выпуски ВымпелКома. Так, бумаги Vimpel-22 снова оказались в центре спекуляций, которые сперва продвинули котировки вверх на 50 б.п., но по итогам дня удалось сохранить «плюс» лишь в пределах 25 б.п.

Под давлением новостей о планах нового размещения оставались бумаги Евраз, при этом процесс продвижения в рынок нового 5-летнего выпуска ВТБ вчера перешел в более активную стадию, характеризующуюся «привлечением к процессу» торгующихся «родственных» выпусков. В частности, в лидерах ценового роста были бумаги ВТБ-18, по сути являющиеся «бенчмарком» для новых бумаг. Так, если по итогам понедельника Z-спрэд выпуска был на уровне 479 б.п., то по итогам вчерашних торгов он сузился до 458 б.п. В то же время по другим бумагам ВТБ подобного драйва не наблюдалось, сужение спреда ограничивалось 10 б.п. На фоне такой динамики VTB-18 предлагаемая по VTB-15 new премия к свопам на уровне 475 – 485 б.п. отражает наличие премии, но при более детальном «раскладе» становится понятно, что она результат активной «работы» маркет-мейкеров. И фактически размещение нового выпуска будет происходить в рамках сформировавшейся кривой ВТБ.

Ольга Ефремова

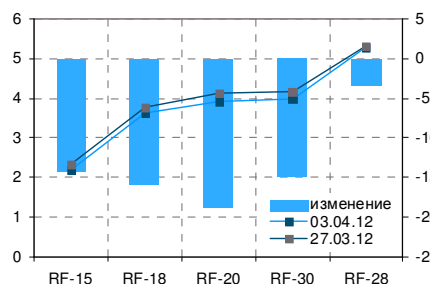
Рублевые облигации

В сегменте рублевого долга во вторник было чуть больше положительных переоценок, но обороты по-прежнему остаются весьма скромными. Ориентиры Минфина для аукциона по доразмещению ОФЗ 26207 «по рынку».

Вчерашние торги в сегменте рублевых облигаций характеризовались, пожалуй, чуть более позитивными настроениями, чем в понедельник.

В ОФЗ по итогам дня сложилось больше положительных переоценок, коснувшихся не только «короткий» конец кривой, но и среднесрочные выпуски – прибавили в цене порядка 10-15 б.п. выпуски 25075, 25077, 25078, 25079, 26204, 26205. В то же время серия 26207, которая будет доразмещаться сегодня, выделялась снижением цен, в результате чего средневзвешенная доходность по итогам дня составила 8,12% годовых, то есть предложенный Минфином ориентир 8,1% - 8,2% является вполне «рыночным». В свете этого мы ожидаем проявления спроса, при этом доходность, преобладающая в заявках на покупку, как мы ожидаем,

Кривая доходности гособлигаций России



будет ближе к 8,15% годовых.

В негосударственных бумагах по-прежнему нет общего тренда. Судя по всему, текущие уровни в большей степени привлекают как возможность для фиксации и потенциальных покупателей достаточно мало. Отрицательная переоценка продолжалась в бумагах АИЖК-12, МТС-4, НижегородОбл-5, Мособл-7. В «плюсе» день заканчивали выпуски МТС-8, АИЖК-13, РСХБ-5, ВЭБ-09, Русал-7, а также бонды ЕвразХолдинг – Финанса.

Сегодня начинаются вторичные торги по бумагам Теле-2, размещенным в середине февраля, и будет понятно, насколько выпуски прибавили на форвордах, что во многом определит их дальнейший потенциал для апсайда.

Ольга Ефремова

Forex/Rates

У локального валютного рынка в ходе вчерашних торгов открылось «второе дыхание», однако его хватило ненадолго.

При открытии вчерашних торгов на локальном рынке национальная валюта продемонстрировала усиление своих позиций. Поддержку рублю оказали: стабильная внешняя конъюнктура, а также небольшой рост стоимости нефти на сырьевых площадках. Примечательно то, что отсутствие в первой половине дня изменений в сложившейся ситуации способствовало развитию на локальном рынке бокового движения. При этом курс доллара удерживался на уровне 29,3 руб., а стоимость бивалютной корзины у значения 33,7 руб. Во второй половине дня международные площадки начали демонстрировать небольшую волатильность, связанную с укреплением доллара и ростом стоимости нефти, вновь преодолевшей отметку 125 долл. за барр. Реакция участников локального рынка не заставила себя ждать: рубль приступил к новой фазе укрепления. По итогам дня стоимость американца составляла 29,15 руб., а стоимость бивалютной корзины - 33,54 руб.

Сегодня при открытии рубль полностью потерял «завоеванные» вчера уровни. Поводом для этого стало глобальное изменение отношения инвесторов к доллару после публикации протокола заседания FOMC. Вместе с тем, вчерашний «рывок» продемонстрировал потенциал национальной валюты, что дает повод предположить о возможном возобновлении тренда по ее усилению.

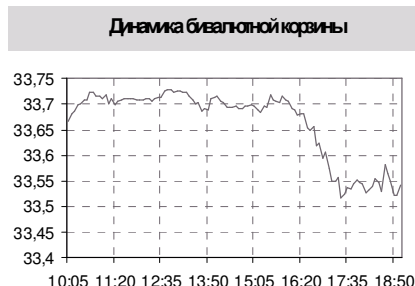
Ликвидность банковской системы за вчерашний день не претерпела существенных изменений. Сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ снизилась на 8,5 млрд руб. до 901 млрд руб. Вместе с тем, спрос на ликвидность сохранялся весьма высоким. Так, из предложенных вчера ЦБ на аукционах прямого РЕПО 530 млрд руб. кредитные организации привлекли 525,43 млрд руб., причем причина «недобора» 57 млн руб. связана, скорее, с «техническими» моментами, нежели с отсутствием спроса. Сегодня ЦБ сократил объем лимита по однодневному прямому РЕПО до 40 млрд руб. против 220 млрд руб. днем ранее. На наш взгляд, данная мера может быть обусловлена нежеланием регулятора увеличивать объем ресурсов в банковской системе - не исключено, что сегодня планируются поступления бюджетных средств. Ставки денежного рынка по итогам вчерашнего дня вновь вернулись на уровни начала недели. Так, MosPrime o/n составила 5,99%.

Алексей Егоров

Наши ожидания

Глобальные площадки сегодня продолжают отыгрывать вчерашние разочарования. При этом решение по ставке ЕЦБ и следующая за ним пресс-конференция М. Драги вряд ли смогут стать сильным драйвером, прерывающим негативную динамику в рискованных активах.

Из макроданных обращаем внимание на начало публикации отчетов по



рынку труда в США: отчет от ADP об изменении количества рабочих мест в частном секторе.

Российские еврооблигации, как мы полагаем, окажутся под давлением внешнего негатива, при этом наиболее яркой реакции стоит ожидать в суверенных выпусках.

В рублевом сегменте сегодня в центре внимания аукцион по ОФЗ 26207, где доходность, по нашим оценкам, сложится на уровне порядка 8,15% годовых.

Локальный валютный рынок, на наш взгляд, в первой половине дня будет переосмысливать вчерашние события на глобальных площадках, тогда как вторая его половина может преподнести новую попытку рубля продемонстрировать укрепление.

Ольга Ефремова
Алексей Егоров

Календарь событий

Долговой рынок

- 4 апреля Размещение ОФЗ серии 26207 на 20 млрд руб.
9 апреля Размещение: АИЖК-21 – 15 млрд руб.

Внешний долговой рынок

- 4 апреля Размещение гособлигаций Испании с погашением в 2015, 2016 и 2020 годах.
Размещение векселей Португалии сроком на 192 и 556 дней.
5 апреля Размещение гособлигаций Франции с погашением в 2017, 2022, 2026 и 2041 годах.

Макроэкономические события

- 4 апреля Решение ЕЦБ по базовой ставке.
Розничные продажи в ЕС за февраль.
5 апреля Статистика по рынку труда в США за март, отчет по безработице за март.

Корпоративные события

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Новости коротко

Макроновости

- По предварительным оценкам, озвученным А. Силуановым, **федеральный бюджет РФ в марте** исполнен с профицитом в размере 125 млрд руб., при этом по итогам первого квартала сохраняется дефицит на уровне 120 млрд руб.
- Согласно заявлению министра финансов РФ Антона Силуанова, **объем поступлений средств в Резервный фонд** в 2012 году может увеличиться вдвое при сохранении текущей внешнеэкономической конъюнктуры относительно имеющегося плана, предполагающего перечисления на уровне 512 млрд руб.
- Спрос на средства федерального бюджета на депозитном аукционе Минфина РФ составил 2 млрд руб. при предложении в 10 млрд. руб. В аукционе принял участие 1 банк. Средневзвешенная ставка по подлежащим удовлетворению заявкам – 6,08%.

Долговые рынки

- Ориентиры Минфина по доходности для сегодняшнего аукциона по размещению **ОФЗ серии 26207** на сумму 20 млрд руб. озвучены на уровне 8,1% - 8,2% годовых.
- ОАО «Акрон»** 30 марта текущего года погасил облигации серии 04 в количестве 18 999 штук (на сумму 18,999 млн руб.). Право требовать досрочного погашения ценных бумаг возникло у их владельцев в результате принятого общим собранием акционеров решения о реорганизации ОАО «Акрон» в форме присоединения к нему его дочернего общества ЗАО «Гранит». /Finambonds/
- ОАО «Распадская»** 13 апреля планирует начать road show евробондов на сумму 300-500 млн долл. /интерфакс/
- Ориентир доходности 5-летних евробондов **ВТБ**, находящимся в процессе размещения, составляет 6%-6,1% годовых. /Интерфакс/
- Сегодня в разделе «перечень внесписочных ценных бумаг» ММВБ начнутся торги облигациями **ОАО «Санкт-Петербург Телеком»** (Tele2) серий 04 объемом 3 млрд руб. и 05 на сумму 4 млрд руб.
- Россельхозбанк** 9 апреля 2012 года начнет сбор заявок на облигации серии 16 объемом 10 млрд руб. Закрытие книги - 11 апреля текущего года.

Главные новости

Министерство финансов обсуждает возможность снижения требований для инвестиций пенсионных средств.

Подобная мера поддержит выпуски второго/третьего эшелонов с рейтингов «B1» или «B+» По нашим подсчетам, под новые послабления попадает 21 эмитент.

Событие. Сегодняшнее издание газеты «Коммерсантъ» приводит информацию, что Министерство финансов предлагает расширить список активов, в которые могут быть инвестированы пенсионные накопления, через следующие возможные послабления:

- снижение требований для рейтинга эмитентов в на одну ступень с «BB-» или «Ba3» до «B-» или «B1»,
- снятие ограничений на инвестирование только в ценные бумаги, входящие в котировальный список A1, и разрешение вложения пенсионных средств в акции и облигации, входящие «в состав индекса или в ломбардный список ЦБ».

Комментарий. Безусловно, подобная мера поддержит выпуски второго/третьего эшелонов. На сегодняшний день, по нашим подсчетам, под новые послабления в части рейтингов попадает 21 эмитент, объем выпусков в обращении которых составляет 337 млрд руб. Вместе с тем, мы еще раз подчеркиваем, что пока данная новость отражает лишь планы Минфина.

Эмитент	Moody's	S&P	Fitch	Объем облигаций на локальном рынке, млрд руб.
Alliance Oil Company		B+		22
АК Барс Банк	B1			5
Акрон	B1		B+	15
Банк Зенит			B+	32
Банк Русский Стандарт		B+		15
Восточный Экспресс Банк	B1			5
Евраз Груп		B+		50
Запсибкомбанк		B+		2
Крайинвестбанк		B+	B+	2
ЛОКО-Банк			B+	5
Мечел	B1			70
МКБ	B1	B+	B+	22
МТС-Банк (МБРР)	B1		B+	17
Петрокоммерц		B+		14
Профмедиа		B+		3
Ренессанс Капитал		B+		7
Сибметинвест		B+		20
СКБ Банк	B1			9
ТМК	B1	B+		5
Транскапиталбанк	B1			1
X5		B+		17
Общий объем бумаг в обращении				337

ЛОКО-Банк (B2/-/B+) – итоги 2011 года по МСФО.

В прошлом году банк удержал маржинальность бизнеса на уровне 2010 года, в том числе за счет изменения структуры портфеля, обеспечив рост прибыли на 25%.

Событие. ЛОКО-Банк представил инвесторам отчетность по МСФО за 2011 год.

Комментарий. Среди основных моментов, на которые стоит обратить внимание, мы отмечаем:

- **Низкий рост кредитного портфеля:** всего «+6%» по итогам 2011 года, при этом по отрасли (по данным ЦБ) рост составил более 29%. При этом активы банка выросли на 20% до 60,2 млрд руб. Отметим, что за отчетный период банк поднялся с 74 до 70

ступени в ранкинге российских банков.

- **Изменение структуры кредитного портфеля:** в течение 2011 года доля кредитов малому и среднему бизнесу, целевого сегмента деятельности банка, сократилась с 55% на конец 2010 года до 47% на конец 2011 года. Вклад корпоративных кредитов также стал немного меньше: с 34% до 32%. Все это прошло в пользу розничных кредитов, доля которых в кредитном портфеле выросла почти в 2 раза – с 11% до 21%.
- **Снижение стоимости риска при росте просроченной задолженности:** в прошлом году у банка сложилась разнонаправленная тенденция в этих двух показателях. С одной стороны, качество нового кредитного портфеля растет – cost of risk упал с 1,8% до 1,1%. С другой – NPL (30+) вырос с 2,4% до 2,8%. Видимо, дают о себе знать ранее выданные кредиты. При этом «слабым местом» стал средний бизнес, который банк разделяет на верхний и нижний сегменты – в них NPL (30+) вырос с 0,1% до 3,6% и с 0,5% до 4,2% соответственно. Малый бизнес и розничные кредиты показывали, наоборот, позитивную динамику – NPL упал с 8,8% до 6,1% и с 13,4% до 3,9% соответственно.
- **Снижение уровня резервирования:** по сравнению с 2010 годом объем отчислений в резервы сократился с 520 млн руб. до 395 млн руб. Покрытия NPL (30+) резервами сократилось с 1,65 до 1,36х.
- **Рост прибыли:** по сравнению с 2010 годом прибыль банка выросла на 25% до 1,0 млрд руб. При этом RoAA остался практически на уровне прошлого года – 1,8% против 1,9% годом ранее. Отчасти это можно объяснить ростом расходов (в основном – по выплатам сотрудникам) – при NIM на уровне 2011 года – 6,1% показатель C/I вырос с 51,4% до 54,7%.
- **Рост достаточности капитала:** за отчетный период – с 14,7% до 15,7%.

В настоящее время на рынке обращается два выпуска облигаций эмитента серий 05 и БО-01 объемом 2,5 млрд руб. каждый. При этом большей ликвидностью характеризуется выпуск биржевых облигаций, который торгуется после прохождения оферты в феврале 2012 года с доходностью 9,53% к оферте в феврале 2013 года.

Показатели ЛОКО-Банка по МСФО

млн руб.	ЛОКО-Банк			
Рейтинги (M / S&P / F)	B2 / - / B+			
Показатели отчетности	2009	2010	2011	2011 / 2010
Активы	33 217	49 978	60 172	20%
Кредиты (net)	19 731	33 070	35 100	6%
Кредиты (gross)	21 328	34 432	36 488	6%
доля в активах	59,4%	66,2%	58,3%	---
NPL (>30дн.)*	6,1%	2,4%	2,8%	---
уровень резервов	7,5%	4,0%	3,8%	---
Вложения в финансовые активы	6 372	8 595	10 228	19%
доля в активах	19,2%	17,2%	17,0%	---
Средства клиентов	15 060	24 422	28 552	17%
доля в активах	45,3%	48,9%	47,5%	---
Коэффициент достаточности общего капитала	20,2%	14,7%	15,7%	---
Чистые процентные доходы (до резервов)	1 172	1 573	2 276	45%
Прибыль	626	806	1 005	25%
Качественные показатели деятельности	2009	2010	2011	изменение за 2011
Рентабельность собственных средств	12,7%	14,3%	15,3%	1,0%
Рентабельность активов	1,9%	1,9%	1,8%	-0,1%
NIM	5,7%	6,1%	6,1%	0,0%
C / I	37,9%	51,4%	54,7%	3,3%

* управленческие данные

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Елена Федоткова

РОСНАНО (-/BB+/-): первичное предложение.

Новые облигации РОСНАНО, учитывая наличие госгарантии РФ и «ломбардный статус», при их продолжительной срочности и привязке купона к инфляции, скорее всего, найдут интерес у игроков, распоряжающихся пенсионными средствами. Мы рекомендуем принять участие в размещении бумаг ближе верхней границе индикатива.

Событие. РОСНАНО 12 апреля откроет книгу заявок на облигации серий 04 и 05 объемом по 10 млрд руб. каждый. Предварительная дата закрытия – 16 апреля 2012 г., дата размещения – 17 апреля.

Отметим, что облигации имеют плавающий купон, который будет рассчитываться как сумма годового значения ИПЦ за второй календарный месяц, предшествующий месяцу, в котором начинается купонный период, плюс премия. Данная премия будет определена по итогам book-building.

Срок обращения бумаг – 7 лет, оферта не предусмотрена. Ориентир по ставке купона – 8,1-9,1% годовых (ИПЦ 2011г.+200-300 б.п.). Номинал облигаций обеспечен госгарантией РФ при погашении бумаг.

Комментарий. Оценивать кредитное качество РОСНАНО, как и при дебютном размещении облигаций компании в декабре 2010 г., вряд ли имеет смысл, поскольку ее бизнес-модель в настоящее время все еще не вышла на самоокупаемость – компания пока только осуществляет инвестиции и не реализовала ни одного «выхода» из проектов (первые из них ожидаются в 2012 г.). Об этом говорят цифры последней отчетности РОСНАНО за 2011 г. по РСБУ: выручка составила 2,7 млрд руб. (в виде процентных поступлений), в то время как управленческие расходы составили 3,7 млрд руб., а процентные расходы – 3,9 млрд руб. В результате, за минувший год был получен чистый убыток в размере чуть менее 3 млрд руб. В то же время финансовые вложения РОСНАНО в капитал проектных компаний и выданные им займы превысили 91 млрд руб. по итогам 2011 г, а размер долга достиг 68 млрд руб., причем короткая часть составляла всего 0,4 млрд руб., которая полностью покрывалась денежными средствами на счетах на сумму 2,8 млрд руб. (на конец 2011 г.). Кроме того, финансовую устойчивость компании обеспечивают средства, размещенные в банковские депозиты на сумму около 57 млрд руб.

Очевидно, что основной инвестиционной идеей новых облигаций РОСНАНО при их довольно продолжительной срочности (7 лет) по-прежнему остается наличие госгарантии РФ на номинал бумаги при ее погашении, а также их «ломбардный статус». Учитывая привязку купонов облигаций к годовому ИПЦ, скорее всего, интерес к бумагам проявят игроки, распоряжающиеся пенсионными средствами и желающими защитить их от инфляционных изменений.

Обращающиеся облигации РОСНАНО серий 01, 02 и 03 с момента размещения не отличались высокой ликвидностью, однако в последнее время в этих бумагах появилась торговая активность: их текущий спрэд к кривой ОФЗ составляет порядка 180-200 б.п. Кроме того, в обращении находятся выпуски эмитентов, принадлежащих государству, как АИЖК, Западный скоростной диаметр (на 100% принадлежит С.-Петербургу), ОАК, ОБОРОНПРОМ, чьи бумаги также обеспечены госгарантиями РФ. Причем, относительная ликвидность наблюдается только в выпусках ЗСД (Ваа3/-/-), главным образом это касается недавно размещенных (2 марта 2012 г.) облигаций серий 03 (УТР 9,3%/1225 дн.), 04 (УТР 9,31%/1348 дн.) и 05 (УТР 9,33%/1470 дн.) – премия бумаг к кривой ОФЗ составляет порядка 190-200 б.п.

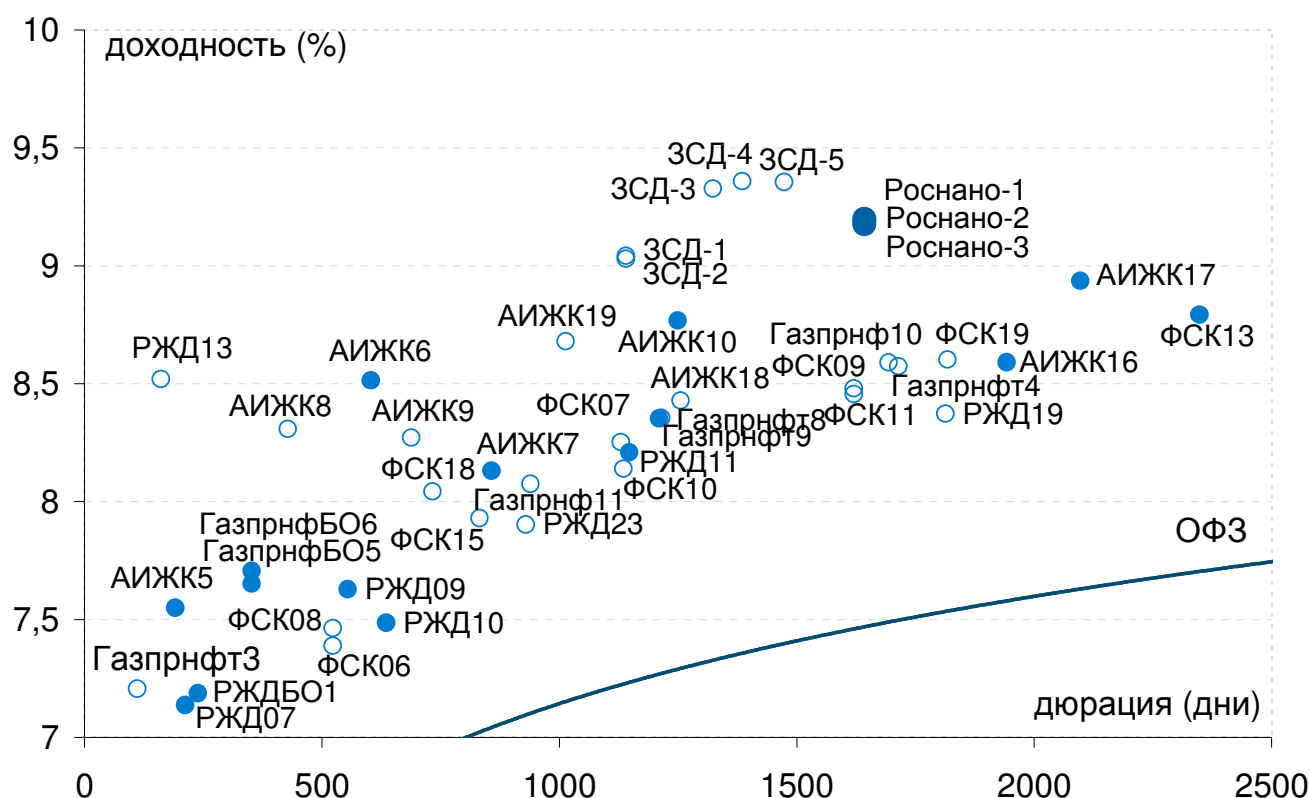
Принимая во внимание выше обозначенные спрэды, а также наши ожидания годовой инфляции на уровне 6,5%, мы считаем интересным принять участие в выпусках РОСНАНО ближе к верхней границе индикатива с премией порядка 270-300 б.п. Альтернативу бондам компании на этом отрезке дюрации могут составить облигации эмитентов инвестиционного уровня рейтингов как ФСК (Ваа2/BBB/-/-), РЖД (Ваа1/BBB/BBB), Газпром нефть (Ваа3/BBB/-/-), но уровень их доходности несколько ниже, а ликвидность бумаг ограничена.

Финансовые показатели РОСНАНО (РСБУ)

млн руб.	2010	2011	Изм., %
Выручка	-	2,716	-
Валовая прибыль	-	2,700	-
Убыток от продаж	-	988	-
% расходы	-	3,864	-
Чистый убыток	-	2,989	-
Активы	-	175,123	-
Основные средства	-	4,258	-
Дебиторская задолженность	-	9,194	-
Финансовые вложения	-	91,294	-
Денежные средства и их эквиваленты	-	2,814	-
Капитал и резервы	-	59,515	-
Долг, в т.ч.:	-	67,983	-
краткосрочный	-	0,383	-
долгосрочный	-	67,600	-
Кредиторская задолженность	-	47,420	-

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

График доходности облигаций



Александр Полютов

Каркаде (-/-/В+) – новое предложение.

На наш взгляд, участие в займе интересно при доходности от УТМ 13,5% годовых, учитывая имеющиеся предложения на рынке, амортизационную структуру займа и кредитный профиль эмитента.

Событие. Лизинговая компания «Каркаде» откроет 16 апреля книгу заявок на облигации серии 02 объемом 1,5 млрд руб. Планируемая дата закрытия – 18 апреля., размещения – 20 апреля. Выпуск имеет амортизационную структуру, соответственно при сроке обращения 3 года (оферта не предусмотрена) дюрация составит 1,47-1,48 лет. Ориентир по ставке купона составляет 12,0-13,0% годовых, что соответствует доходности 12,55% – 13,65% годовых.

Комментарий. С данным займом компания пыталась выйти на рынок в декабре

прошлого года, но затем отложила размещение. Правда, тогда структура займа была несколько иной: ориентир по купону: 12,5% - 13,5%, что соответствовало доходности к годовой оферте на уровне 13,1% - 14,2%. То есть выпуск был не амортизируемый, но с офертой. На наш взгляд, новые условия займа, в целом, больше соответствует лизинговому бизнесу. Однако в случае с «Каркаде», подавляющая часть лизингового портфеля которой краткосрочная, дело, скорее, не в долгосрочной структуре договоров, а в темпах роста: за год активы компании увеличились в 2,7 раза до 10,6 млрд руб. При амбициозных планах компании на российском рынке аккумулирование платежей к оферте / погашению означало бы существенное замедление развития.

Более подробно на деятельности компании, ее структуре и финансовых показателях мы останавливались в нашем обзоре к несостоявшемуся размещению от 19 декабря 2011 года (<http://bonds.finam.ru/comments/item242B0/rqdate7DB0C13/default.asp>). В целом, основные моменты в профиле эмитента остались те же, но в связи с выходом отчетности по МСФО за 2011 год, некоторые цифры можно обновить.

- Растущая доля рынка – 18% (предварительно) на конец 2011 года против 13% на конец 2010 года.
- Портфель компании остается ликвидным – около 66% платежей имеют срочность погашения до 1 года.
- Довольно высокая эффективность деятельности – RoAA и RoAE по итогам прошлого года составили 4,6% и 23,5% соответственно.
- Сохраняющееся качество кредитного портфеля – просроченная задолженность по действующему портфелю – 0,48%. Информация о NPL (30+) не раскрывается.
- Снижающаяся доля капитала в активах – 16,2% на 1 января 2012 года против 25,5% годом ранее. Соответственно соотношение долга и капитала выросло до 4,4х против 2,5х на конец 2010 года.
- Низкая диверсификация кредитного портфеля – на учредителей, Глобэксбанк и ЮниКредит Банк приходится 28,6%, 23,7% и 15,4% кредитного портфеля соответственно. При этом 63% кредитного портфеля носит краткосрочный характер.

С точки зрения нового предложения отметим, что сейчас размещается ТКС-Банк с доходностью 13,96-14,49% к годовой оферте. Напомним, что банк далеко не новичок на долгом рынке, отличается транспарентностью и имеет уже публичную историю. Учитывая нестабильность внешних площадок и ряд слабых моментов в кредитном качестве эмитента, мы отдаем предпочтение уже «проверенному» заемщику. Таким образом, участие в займе «Каркаде» может быть интересным ближе к верхней границе диапазона – от YTM 13,5% годовых.

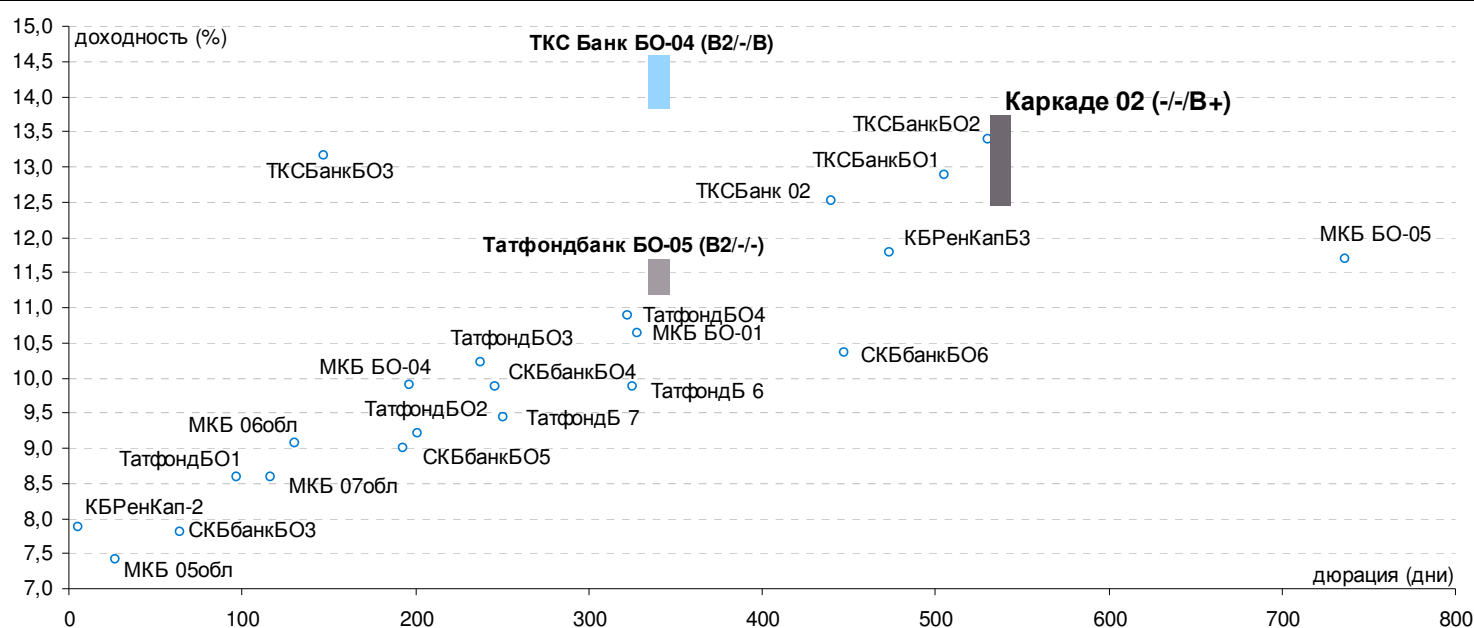
Показатели «Каркаде» по МСФО

млн руб.	2009	2010	1Н 2011	2011	% к 2010 г.
Балансовые показатели					
Активы	3 734	3 907	6 318	10 566	170%
Денежные средства и их эквиваленты	172	74	94	214	190%
Чистые инвестиции в лизинг	2 385	2 833	4 520	7 626	169%
текущая часть	n/a	2 184	3 133	5 021	130%
долгосрочная часть	n/a	649	1 388	2 605	301%
Просроченная задолженность (по действующим договорам)	n/a	2,41%	1,42%	0,48%	---
Авансы, выданные поставщикам лизингового оборудования	n/a	302	444	672	123%
Дебиторская задолженность лизингополучателей	n/a	154	228	248	61%
Капитал	828	998	1 353	1 715	72%
Показатели прибыльности деятельности					
Чистый финансовый доход	822	622	363	913	47%
Резервы	n/a	-29	-12	-74	153%
Операционные расходы	-1 108	-811	-414	-1 019	26%
Комиссионный доход	n/a	167	125	368	120%
Чистая прибыль	189	214	105	251	18%

Показатели долговой нагрузки					
Финансовый долг	2 420	2 486	4 373	7 603	206%
Краткосрочн.	n/a	2 201	2 798	4 794	118%
Долгосрочн.	n/a	286	1 575	2 810	883%
Финансовый долг / Активы	65%	64%	69%	72%	8%
Финансовый долг / Чистый финансовый доход	2,9	4,0	6,0	8,3	4,3
Показатели эффективности					
ROAA	3,9%	5,6%	4,1%	4,6%	-1%
ROAE	23,8%	23,4%	17,9%	23,5%	0%
NIM	23,4%	23,8%	19,6%	16,9%	-7%
Cost / Income	74,5%	73,2%	73,5%	64,6%	-9%

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

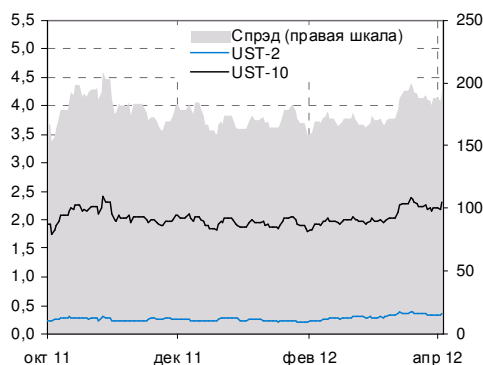
Доходности бумаг эмитентов финансового сектора



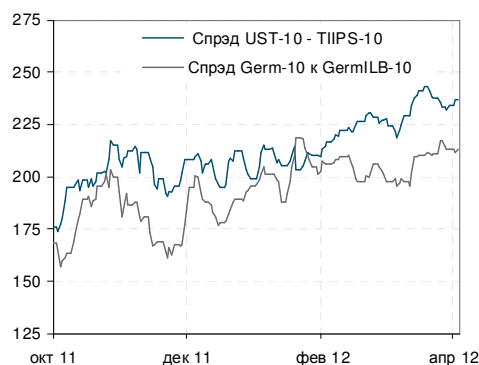
Елена Федоткова

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

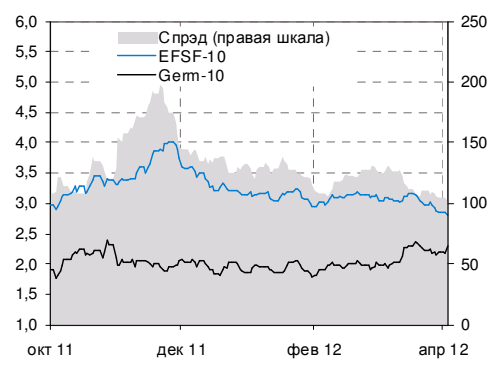
Казначейские обязательства США 2-летн. и 10-летн.



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



10-летние бумаги Германии и EFSF-10



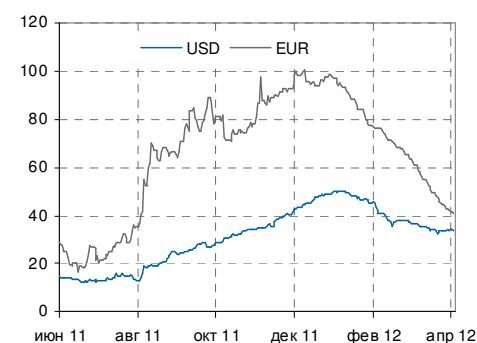
Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

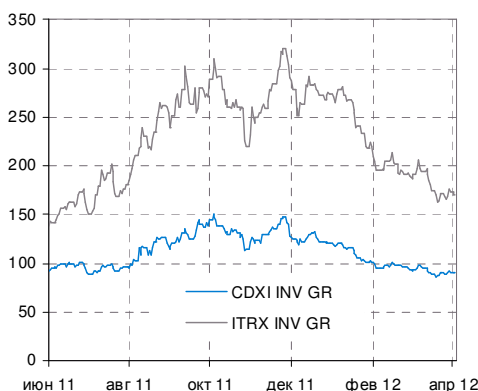


Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

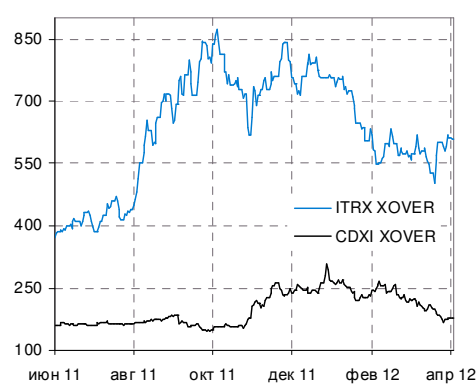


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

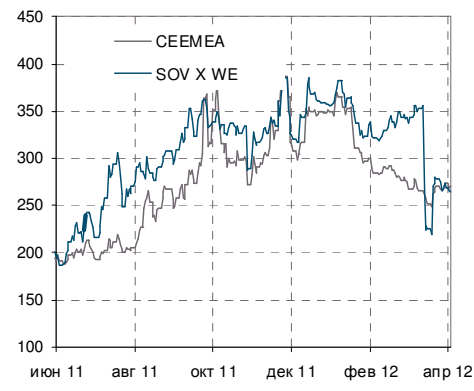
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX /Cross-Over

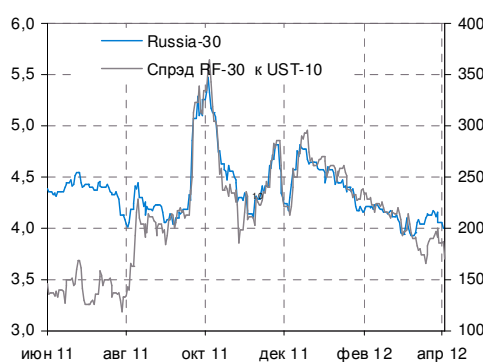


ITRX / Governments

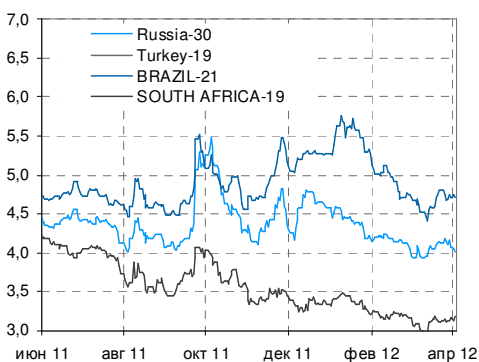


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

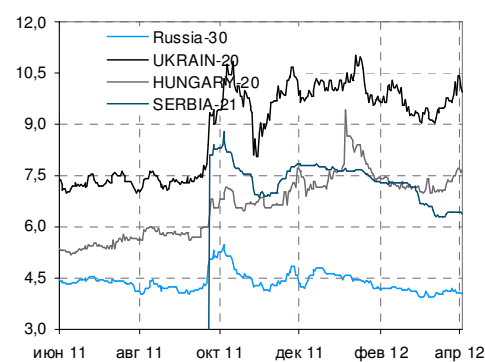
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

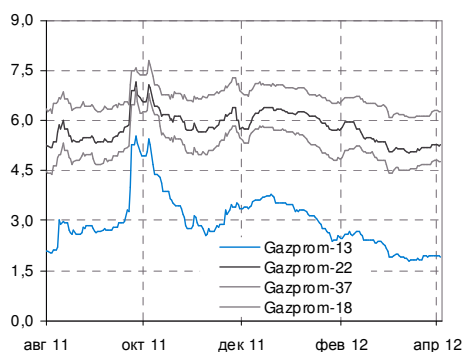


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

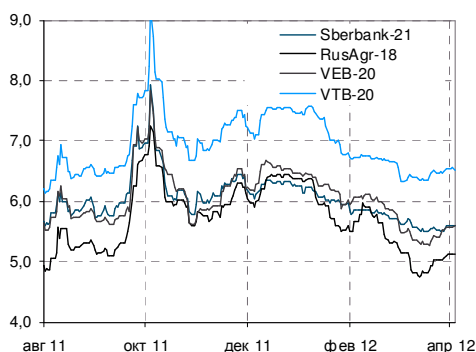


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

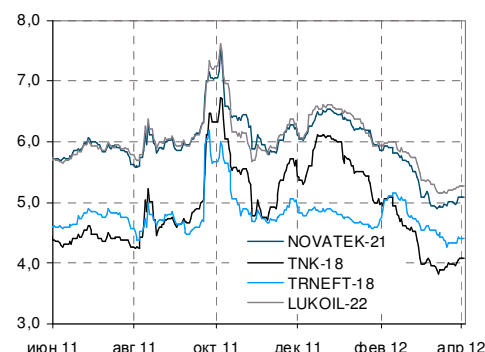
Еврооблигации Газпрома



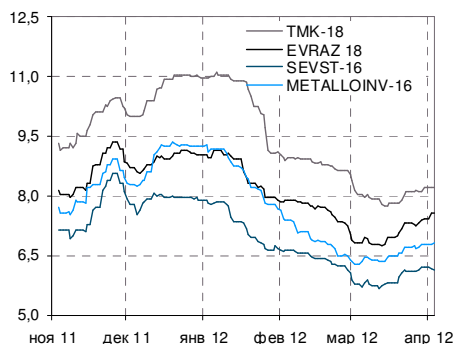
Евробонды госбанков



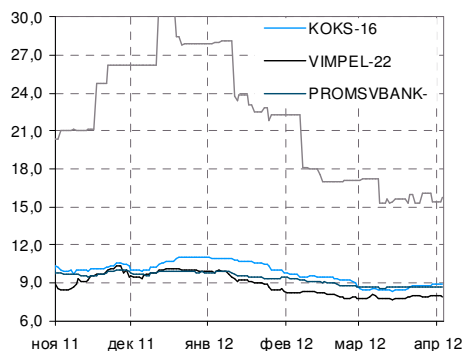
Еврооблигации нефтегазового сектора



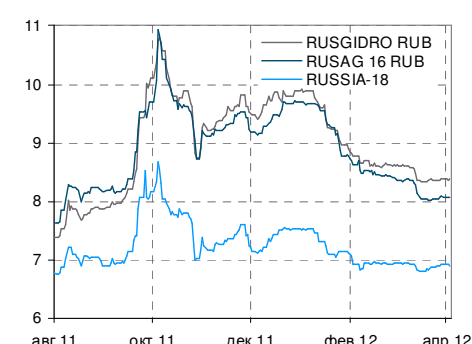
Еврооблигации металлургического сектора



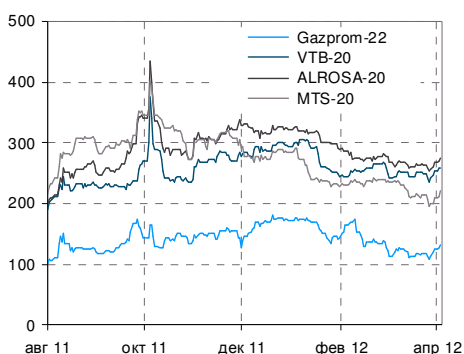
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



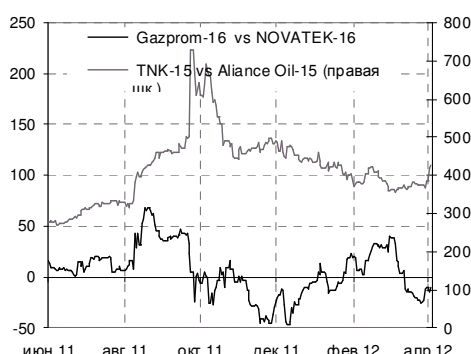
Еврооблигации, номинированные в рублях



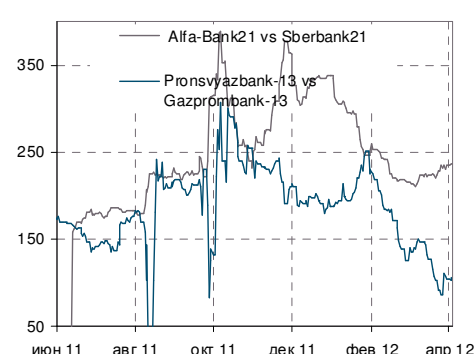
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

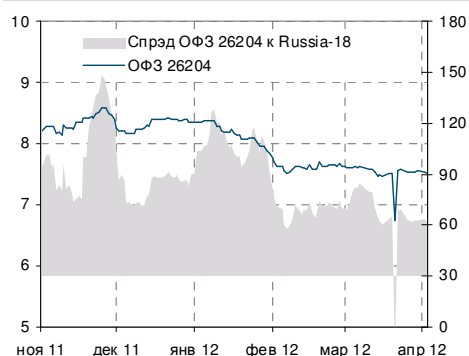


Спрэды в банковском секторе

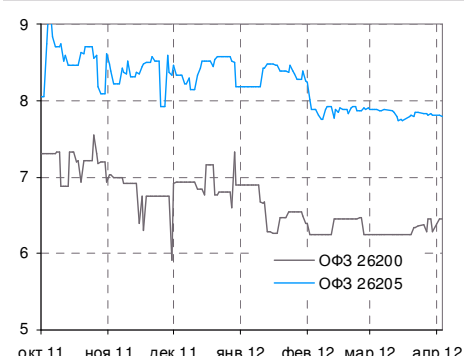


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

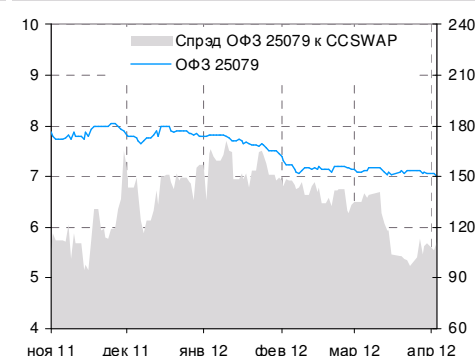
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

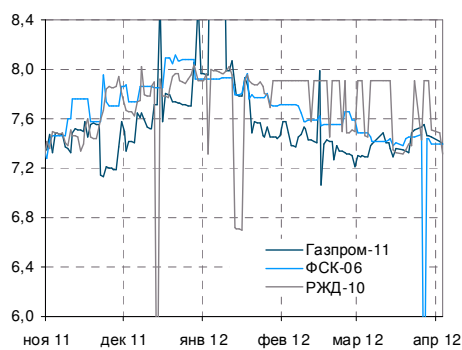


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

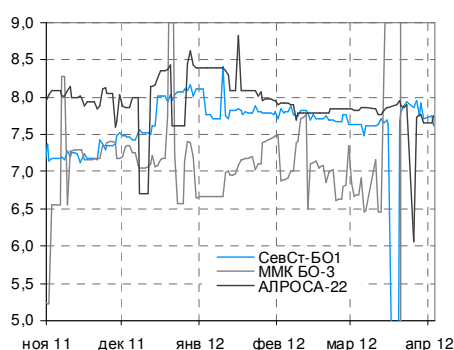


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

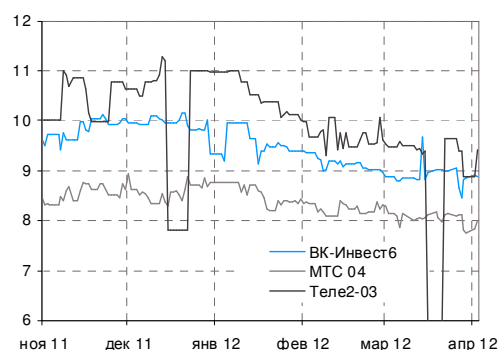
Доходности российских монополий



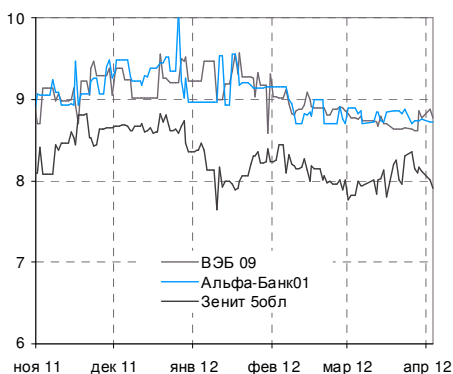
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



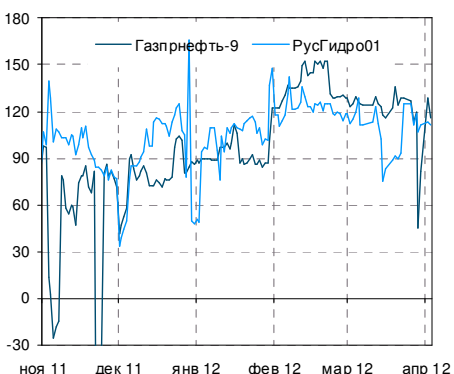
Доходности "Телекоммуникации"



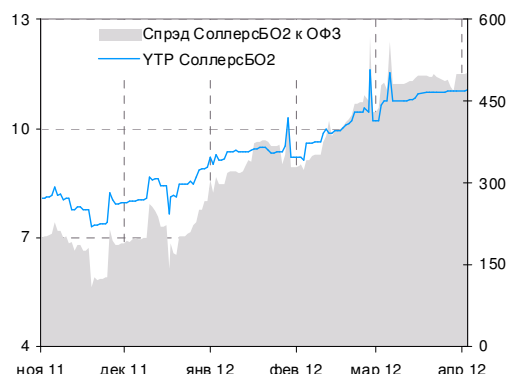
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

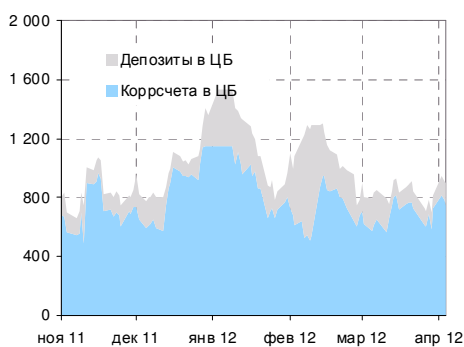


Облигации с текущей доходностью выше 10%

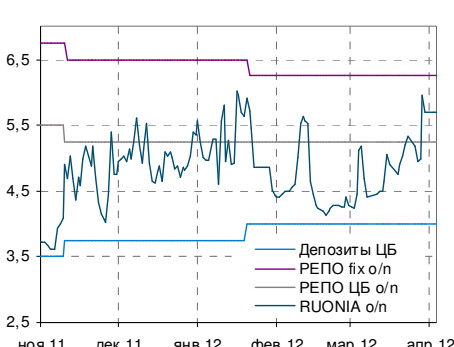


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Динамика депозитов и остатков на корсчетах



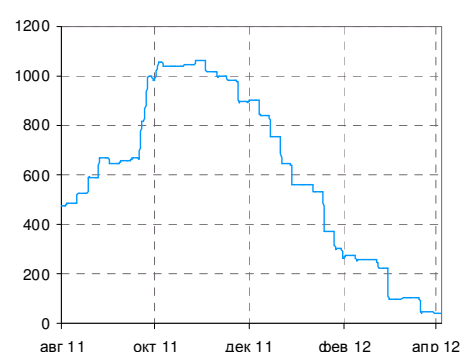
Динамика ставок денежного рынка



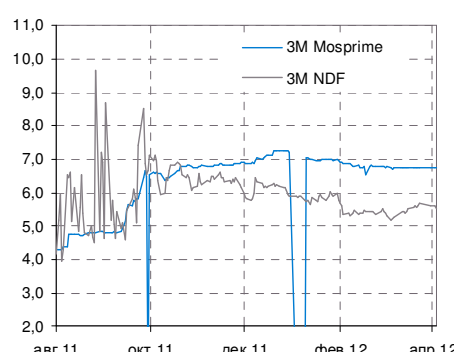
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



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 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 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.