

Долговые и денежные рынки
6 сентября 2012 г.

Конъюнктура рынков

Внешние рынки

«Развязка» европейской интриги все ближе и ближе, и это усиливает общее напряжение на глобальных площадках. Новая волна надежд, что ЕЦБ будет весьма активно поддерживать сегмент европейского госдолга, осуществляя «неограниченные» покупки, стала мощным драйвером для положительной динамики в рискованных активах, перемещая на «второй план» защитные инструменты. В ходе сегодняшнего дня фактор ожиданий может стать причиной резкого роста волатильности, при этом помимо заявлений ЕЦБ инвесторы внимательно будут следить за первыми отчетами за август по американскому рынку труда.

Российские еврооблигации

Игроки сегмента российских евробондов вчера активизировали покупки, «поддавшись» эйфории относительно выкупа европейских гособлигаций - котировки Russia-30 снова на максимумах. Насколько данный шаг оказался оправданным, можно будет оценить уже сегодня вечером.

Рублевые облигации

В сегменте рублевого долга укреплялся спрос. Причем помимо ОФЗ, для которых драйвером оказались кроме прочего и итоги вчерашнего аукциона по 10-летним бумагам 26209, инвесторами были востребованы и корпоративные выпуски.

FX/Rates

Рубль продолжает следовать за мировыми трендами отношения инвесторов к риску, при этом влияние котировок нефти на национальную валюту ослабло.

Наши ожидания

В режиме ожидания итогов заседания ЕЦБ и последующей пресс-конференции М. Драги будут проходить сегодняшние торги на всех площадках. При этом общая эйфория пока сохраняется, что поддерживает спрос на рискованные активы. Причем на фоне этого инвесторы вполне могут отодвинуть на «второй план» сегодняшние отчеты по ВВП ЕС за второй квартал этого года, а также публикуемые данные по рынку труда в США. Что касается сегодняшних аукционов по долгосрочным бондам Испании и Франции, то для них текущая обстановка весьма комфортна.

Инвесторы в российские евробонды, как мы полагаем, разделяя глобальный оптимизм, постараются «подтянуть» котировки вверх, причем, насколько этот шаг оправдан - станет понятно лишь вечером уже фактически перед закрытием.

В рублевом сегменте шансы на продолжение покупок велики, но серьезно насторожить покупателей может резкое сокращение ликвидности на счетах и депозитах в ЦБ.

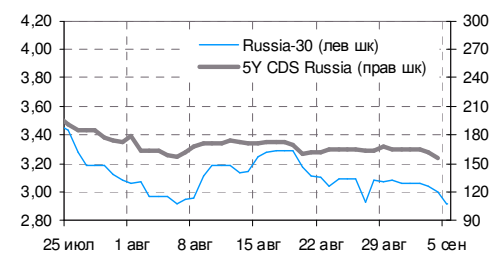
Национальная валюта сегодня, скорее всего, продолжит

Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	2,91	-13
CDS России	156	-5
MOSPRIME o/n	5,28	57
NDF 3M	6,11	-1

	значение	изм
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	514,6	-183
Остатки на депозитах, млрд руб.	84,8	-150
Доллар / рубль (ЦБ), руб	32,28	-0,02
Корзина (ЦБ), руб	36,07	0,04

Динамика доходности Russia-30 и CDS России



Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3M	0,41	-0,2
ERIBOR 3M	0,27	-0,4
EUR/USD	1,26	
UST-10	1,60	5
Германия-10	1,48	9
EFSF-10	2,16	3
Италия - 10	5,50	-15
Испания - 10	6,38	-16
Португалия-10	8,93	8
CDS 5Y Ирландия	409	-12
CDS 5Y Португалия	624	-3
CDS 5Y Италия	396	-24
CDS 5Y Испания	451	-20

Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	558,4	-11
iTRAXX CEEMEA 5Y	231,8	-4
iTRAXX SOVX WE 5Y	219,6	-6

Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 25075	7,12	0
ОФЗ 26205	7,78	-1
ОФЗ 26207	8,21	-1
Газпром-11	7,21	-1
РЖД-10	7,37	-1
ФСК-15	7,93	0
MTC-05	9,26	0
ВымпелКом-4	9,63	-2
Металинвест-5	9,48	10
Северсталь-BO1	7,21	24
РусалБр-8	14,83	1
РСХБ-15	8,24	-2

Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	6,22	-1
Gazprom-37	5,33	2
Sberbank-21	4,66	2
AlfaBank-21	7,19	1
Evraz-18	7,15	-2
Vimpel-22	7,02	-10
TNK-BP-18	3,70	0

демонстрировать высокую волатильность на фоне неопределенности исхода заседания ЕЦБ. При этом на начало дня внешний фон выглядит вполне позитивно для того, чтобы рубль продолжил укрепляться.

Главные новости

Банк Русский Стандарт и ХКФ-Банк: итоги 1 полугодия 2012 года.

Оба банка показали позитивную динамику показателей. ХКФ смотрится более прибыльным, в то время как Банк Русский Стандарт демонстрирует меньший NPL (90+) по кредитному портфелю.

НМТП (Ва3/BB-/-) сильные результаты за первое полугодие 2012 года. Долг продолжает сокращаться.

На наш взгляд, основным моментом в отношении результатов порта является значительно более комфортная долговая нагрузка по сравнению с годом ранее на фоне весомого роста маржинальности.

Аэрофлот (-/-/BB+) негативные результаты за первое полугодие 2012 года. Компания вновь собирается на долговой рынок.

Консолидации новых компаний пока оказывает негативное влияние на маржу перевозчика. Долг незначительно снизился.

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

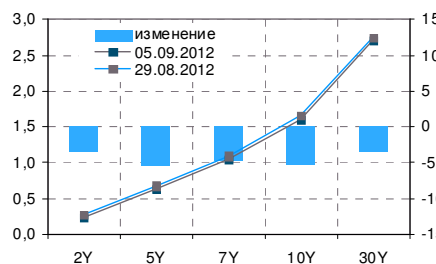
Внешние рынки

«Развязка» европейской интриги все ближе и ближе, и это усиливает общее напряжение на глобальных площадках. Новая волна надежд, что ЕЦБ будет весьма активно поддерживать сегмент европейского госдолга, осуществляя «неограниченные» покупки, стала мощным драйвером для положительной динамики в рискованных активах, перемещая на «второй план» защитные инструменты. В ходе сегодняшнего дня фактор ожиданий может стать причиной резкого роста волатильности, при этом помимо заявлений ЕЦБ инвесторы внимательно будут следить за первыми отчетами за август по американскому рынку труда.

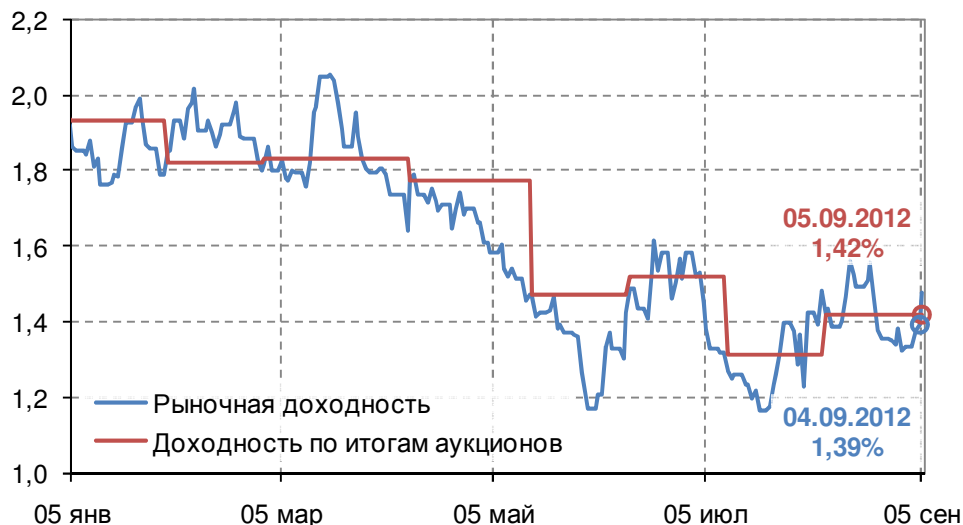
Для глобальных площадок мощным драйвером для роста спроса на рискованные активы оставались ожидания реализации ЕЦБ плана М. Драги по выкупу европейских проблемных гособлигаций. Причем появление новых деталей, в том числе о «неограниченных масштабах» возможного выкупа, спровоцировало серьезное смещение интересов инвесторов в пользу рисков.

Довольно явным сигналом того, что сильны надежды участников рынка в отношении снижения доходностей гособлигаций «периферии», можно рассматривать итоги размещения 10-летних бондов Германии, где доходность сложилась выше, чем при закрытии во вторник (см. график): 1,42% против 1,39%. При этом по итогам дня доходность Bundes-10 сложилась еще выше – 1,48% годовых («+9» б.п. к закрытию вторника).

Кривая доходности гособлигаций США



Динамика доходности Bundes-10



Источник: Bloomberg

В то же время спрос на «проблемные» бумаги оставался достаточно высоким: доходность 10-летних бумаг Италии снизилась вчера на 15 б.п. до 5,5% годовых, Испании – на 16 б.п. до 6,38% годовых. Интересно, что такая динамика совершенно не отражала довольно слабых макроотчетов по ЕС.

Что касается настроения американских инвесторов, то они также достаточно позитивно настроены относительно возможной реализации ЕЦБ плана по выкупу гособлигаций, однако велика концентрация и на собственных «текущих» проблемах в экономике. В частности, довольно болезненно воспринимаются негативные корпоративные сообщения о пересмотрах прогнозов по прибыли, кроме того, «в фокусе» остаются ожидания национальной статистики по рынку труда, которая ожидается в пятницу и,

вероятно, может серьезно повлиять на решения и заявления ФРС на следующей неделе во время очередного заседания. За вчерашний день при смешанной динамике фондовых площадок treasuries демонстрировали неагрессивный рост доходности – по 10-летним UST до 1,6% годовых к закрытию.

На международном валютном рынке вчерашний день в рамках азиатской и начала европейской сессий инвесторы продолжали избавляться от евро. Опубликованные финальные индексы деловой активности в производственном секторе ЕС лишь усилили негативные настроения участников. Пара EUR/USD при этом практически достигала уровня 1,25x. Вместе с тем, новый слух о том, что ЕЦБ все же может объявить о выкупе госбондов стран ЕС на пресс-конференции по итогам заседания, стал поводом разворота сложившегося тренда. При этом если раньше подобная информация практически не содержала ни порядка, ни условий, по которым регулятор будет совершать действия, то теперь прозвучали намеки, что для предотвращения роста инфляции ЕЦБ будет стерилизовать ликвидность в объеме, равном совокупной стоимости выкупленных обязательств. В то же время не до конца ясным остается, как на практике регулятор будет абсорбировать ресурсы. Не исключено, что ЕЦБ будет вынужден проводить депозитные аукционы, а привлеченные ресурсы направлять на выкуп. В то же время это может идти вразрез с идеей ранее проведенной политики, включающей проведение LTRO и снижение депозитной ставки до 0%. Несмотря на все имеющиеся неопределенности, инвесторы все же вновь поверили в готовность европейского регулятора подойти к процессу стимулирования экономики региона «по-новому». При этом пара EUR/USD по итогам дня достигла уровня 1,262x, что соответствует максимальному уровню этой недели, который, по всей видимости, будет тяжело преодолеть без дополнительного оптимизма.

*Ольга Ефремова
Алексей Егоров*

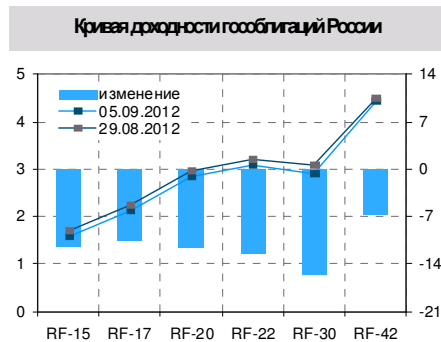
Российские еврооблигации

Игроки сегмента российских евробондов вчера активизировали покупки, «поддавшись» эйфории относительно выкупа европейских гособлигаций - котировки Russia-30 снова на максимумах. Насколько данный шаг оказался оправданным, можно будет оценить уже сегодня вечером.

В первой половине вчерашней торговой сессии инвесторы были настроены на фиксацию прибыли, ориентируясь на реакцию глобальных площадок на последние статданные по США и Европе. В частности, при открытии котировки Russia-30 снижались на 0,125% до 125,375% (YTM 3,0%). В корпоративном сегменте также были заметны заявки на продажу, в первую очередь в длинных бумагах ВымпелКома, хотя и без ощутимого «гэпа» вниз – снижение цен ограничивалось 25 б.п.

Активность покупателей изрядно возросла после появившихся сообщений о том, что программа выкупа европейских гособлигаций, которую сегодня может озвучить М. Драги, будет иметь «неограниченный объем». При этом эффект подобных словесных интервенций в первую очередь проявился в части суверенных бумаг: котировки Russia-30 довольно лихо оказались на отметке 126% и доходность бумаг снизилась сразу на 8 б.п. до 2,91% годовых. Напомним, что на таком же уровне (2,91%) последний раз отечественный бенмарк торговался 6 августа этого года, когда глобальный энтузиазм в очередной раз поддерживали намеки на улучшение экономической ситуации в США, а также надежды на то, что европейские финансовые регуляторы предпринимают меры по преодолению долгового кризиса.

Что касается бумаг Russia-42, то их положительная переоценка составила за день более 50 б.п. – котировки при закрытии были на уровне 119,5% (YTM 4,43%, то есть на 3 б.п. ниже, чем во вторник).



В корпоративном секторе в лидерах роста по итогам дня вновь были бумаги ВымпелКома, которые быстро отыграли утренние продажи, и на длинной дюрации прибавили в цене более 75 б.п. В остальном спрос был сконцентрирован на «стандартном» наборе инструментов: в пределах 50 б.п. росли в цене бумаги Евраза, Северстали, Металлоинвеста, в среднем на 25 б.п. дорожали бонды Сбербанка, ВЭБа. В бумагах ВТБ также были покупки, но без влияния на котировки. Отдельно остановимся на бондах Газпрома, которые утром помимо прочего находились под давлением новостей о претензиях со стороны ЕС, и теряли в первую очередь на длинной дюрации порядка 50 б.п. Вместе с тем, общий рыночный оптимизм нивелировал влияние негативной новости, частично восстановив потери – в среднем по кривой котировки снизились на 25 б.п. При этом выпуску Gazprom-34 удалось «вырваться в плюс», закончив торги, прибавив почти 50 б.п.

В силу того, что уже сегодня последует «развязка» по европейской интриге, будет понятно, насколько оптимизм, который может подтянуть котировки вверх и сегодня, оправдан. В целом же, мы полагаем, что участники несколько сбавят торговые обороты, предпочитая дождаться итогов заседания ЕЦБ.

Ольга Ефремова

Рублевые облигации

В сегменте рублевого долга укреплялся спрос. Причем помимо ОФЗ, для которых драйвером оказались кроме прочего и итоги вчерашнего аукциона по 10-летним бумагам 26209, инвесторами были востребованы и корпоративные выпуски.

Вчерашний день для рублевых облигаций сформировался весьма комфортно, судя по всему, благодаря поддержке оптимистично настроенных внешних площадок.

В условиях высокого спроса, нехарактерного для последнего времени, прошел аукцион по 10-летним ОФЗ серии 26209. Хотя доходность отсечения сложилась на уровне верхней границы индикатива Минфина – 8,02% годовых, общий навес заявок был на уровне более 90 млрд руб., в том числе по верхней границе – 36,78 млрд руб. при объеме предложения 25 млрд руб. В результате, в рынке оказалось новых бумаг серии 26209 на 23,971 млрд руб. со средневзвешенной доходностью 8,01% годовых, а неудовлетворенный спрос поддержал данную серию на вторичном рынке, а также распространился на другие выпуски ОФЗ, причем как на длинные серии 26205, 26207, так и на более короткую дюрацию – 25079, 25077, 25080. В среднем котировки прибавляли 10-20 б.п.

Отметим, что помимо госбумаг оживление интереса покупателей ощутили на себе вчера и корпоративные бонды, в том числе бумаги ВымпелКома, МТС, Газпром нефти, Альфа-Банка, ВТБ, Банка ЗЕНИТ, Промсвязьбанка, Татфондбанка. Но, очевидно, что в отношении корпоративных бумаг сохраняется более консервативный настрой, выражающийся слабыми оборотами, в том числе и по причине не уменьшающегося пока навеса первичного предложения.

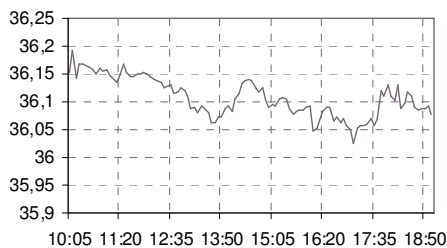
Ольга Ефремова

Forex/Rates

Рубль продолжает следовать за мировыми трендами отношения инвесторов к риску, при этом влияние котировок нефти на национальную валюту ослабло.

Национальная валюта при открытии вчерашних торгов продолжала следовать в сторону ослабления. Курс доллара достигал отметки 32,50 руб., а стоимость бивалютной корзины приближалась к отметке 36,2 руб. Примечательно, что рубль вновь продемонстрировал, насколько он не зависит от стоимости нефти. Так, если в первой половине дня ослабление позиций национальной валюты еще можно было объяснить коррекцией

Динамика бивалютной корзины



цен на нефть, то на формирование разворотного тренда в большей степени повлиял, скорее, глобальный спрос на риск, нежели стабилизация нефтяных котировок. По итогам торгов рубль, поддержанный агрессивными покупками пары EUR/USD, отражающей отношение участников рынка к риску, укрепился у отметки 32,31 руб. к доллару и 36,06 руб. - к бивалютной корзине. При этом бивалютная корзина подешевела существенно меньше (за счет компоненты евро).

Банковская система сегодня испытала шок от опубликованных данных ЦБ об уровне ликвидности. Так, согласно представленным Банком России цифрам, сумма остатков на корсчетах и депозитах уменьшилась на 332,7 млрд руб. (35,69% от предыдущего значения) и составила всего 599,4 млрд руб. Столь сильное сжатие ресурсов обусловлено возвратом ЦБ сальдо, образовавшегося от проведенного накануне аукциона прямого РЕПО сроком на 7 дней в объеме 400 млрд руб. Ставки денежного рынка отреагировали на это ростом (MosPrime o/n – 5,28%). Вместе с тем, спрос на однодневном аукционе прямого РЕПО был весьма скромный (45,48 млрд руб.) и полностью не покрыл предложение в 70 млрд руб.

Сегодня ставки, скорее всего, продолжат расти, что сделает ресурсы, предлагаемые Федеральным Казначейством на депозитном аукционе сроком на 35 дней в объеме 50 млрд руб. при минимальной ставке 6,3%.

Алексей Егоров

Наши ожидания

В режиме ожидания итогов заседания ЕЦБ и последующей пресс-конференции М. Драги будут проходить сегодняшние торги на всех площадках. При этом общая эйфория пока сохраняется, что поддерживает спрос на рискованные активы. Причем на фоне этого инвесторы вполне могут отодвинуть на «второй план» сегодняшние отчеты по ВВП ЕС за второй квартал этого года, а также публикуемые данные по рынку труда в США. Что касается сегодняшних аукционов по долгосрочным бондам Испании и Франции, то для них текущая обстановка весьма комфортна.

Инвесторы в российские евробонды, как мы полагаем, разделяя глобальный оптимизм, постараются «подтянуть» котировки вверх, причем, насколько этот шаг оправдан - станет понятно лишь вечером уже фактически перед закрытием.

В рублевом сегменте шансы на продолжение покупок велики, но серьезно насторожить покупателей может резкое сокращение ликвидности на счетах и депозитах в ЦБ.

Национальная валюта сегодня, скорее всего, продолжит демонстрировать высокую волатильность на фоне неопределенности исхода заседания ЕЦБ. При этом на начало дня внешний фон выглядит вполне позитивно для того, чтобы рубль продолжил укрепляться.

Ольга Ефремова

Алексей Егоров

Календарь событий

Долговой рынок

6 сентября Размещение: Промсвязьбанк, БО-07

7 сентября Размещение: Новосибирск, 34005

Внешний долговой рынок

6 сентября Размещение гособлигаций Испании с погашением в 2014, 2015 и 2016 годах.

Размещение гособлигаций Франции с погашением в 2017, 2022 и 2027 годах.

Макроэкономические события

6 сентября ЕС: ВВП Еврозоны за 2 кв. 2012 года, предварит.

ЕС: Решение ЕЦБ по процентной ставке.

ЕС: Пресс-конференция главы ЕЦБ Марио Драги.

7 сентября ЕС: торговый баланс Германии.

ЕС: торговый баланс Франции.

ЕС: объём промышленного производства в Германии.

США: уровень безработицы в США.

Корпоративные события

6 сентября Банк Санкт-Петербург: 1 полугодие 2012 года по МСФО.

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Новости коротко

Макроновости

- По данным Росстата, **инфляция в РФ** за неделю с 28 августа по 3 сентября составила 0,2%. На аналогичном уровне последний раз цены росли в середине июля этого года. С начала года инфляция к 3 сентября составила 4,8% против 4,7% на аналогичную дату прошлого года (в целом за сентябрь 2011 года инфляция была нулевой). В годовом выражении уровень инфляции в августе поднялся до 5,9% с 5,6% в июле и 4,3% в июне. Из данных Росстата следует, что ко 2 сентября годовая инфляция составила уже 6,1%. К числу основных причин роста инфляции можно отнести повышение с 1 сентября тарифов на большинство услуг ЖКХ.
- Федеральное казначейство 6 сентября 2012 года на Московской Бирже проведет **отбор заявок кредитных организаций на размещение средств федерального бюджета на банковских депозитах**, максимальный объем размещаемых средств составляет 50 млрд руб. На 11 сентября на СПВБ запланирован отбор заявок на сумму 25 млрд руб. Минимальная процентная ставка размещения на аукционах установлена на уровне 6,3% годовых. Срок размещения средств - 35 дней. Даты внесения депозитов - 7 и 12 сентября 2012 года, дата возврата депозитов - 12 и 17 октября 2012 года соответственно.
- По данным Федеральной налоговой службы, в федеральный бюджет России в январе-августе 2012 года **поступило налогов** на сумму более 3,4 трлн руб., что на 16,6% превысило объем поступлений за аналогичный период предыдущего года. Годовые параметры по поступлению налогов за восемь месяцев выполнены на 65,5%.
- При **размещении средств ЖКХ на банковские депозиты на СПВБ** на средства, предоставляемые на 7 дней в объеме 0,4 млрд руб. спрос со стороны 7 банков составил 2,8 млрд руб. Ставка в выставленных заявках составила от 5,0% до 6,2% годовых, удовлетворена заявка одного банка на 0,4 млрд руб. со ставкой 6,2% годовых. На средства в объеме 0,5 млрд руб., предоставляемые на срок 14 дней, было выставлено заявок на 5,6 млрд руб. от 12 банков со ставкой размещения от 5,25% до 7,8%. По итогам аукциона удовлетворена заявка от 1 банка на 0,5 млрд руб. со ставкой 7,8% годовых.

Долговые рынки

- На аукционе по размещению **ОФЗ серии 26209** в объеме 25 млрд руб. спрос по верхней границе индикатива Минфина (от 7,95% до 8,02% годовых) составил 36,738 млрд руб., при этом общий объем выставленных заявок на покупку оценен в 91,888 млрд руб. Цена отсечения была установлена на уровне 98,225% от номинала, что соответствует доходности 8,02% годовых. Средневзвешенная цена составила 98,2869% от номинала, что соответствует доходности 8,01% годовых. Размещено бумаг на 23,971 млрд руб.
- Евразийский банк развития (**ЕАБР**) планирует 10-12 сентября провести road show планируемого выпуска евробондов. На 10 сентября запланированы встречи с инвесторами в Лондоне, на 11-12 сентября в Бостоне и Нью-Йорке.
- **ЗАО «Желдорипотека»** планирует 14 сентября 2012 года разместить выпуск биржевых облигаций серии БО-01 в объеме 1,4 млрд руб. на 3 года без опфтеры.

Главные новости

Банк Русский Стандарт и ХКФ-Банк: итоги 1 полугодия 2012 года.

Оба банка показали позитивную динамику показателей. ХКФ смотрится более прибыльным, в то время как Банк Русский Стандарт демонстрирует меньший NPL (90+) по кредитному портфелю.

Событие. Вчера два крупнейших частных розничных банка представили отчетность по МСФО за 1 полугодие 2012 года.

Комментарий. Отметим, что оба банка показали хорошую динамику роста в отчетном периоде, превышающую среднеотраслевые значения. При этом, хотя Банку Русский стандарт сохраняет свое первенство по величине активов. Тем не менее в 1 полугодии по величине кредитного портфеля (gross) ХКФ-Банк обошел своего соперника, продемонстрировав рост порядка 32% до 160 млрд руб. Во многом такой рывок был совершен за счет cash-кредитов, которые банк продвигал по всем каналам, в том числе развернул активную рекламную кампанию по телевидению. В результате, за 6 месяцев объем данного кредитования почти удвоился – с 55 млрд руб. до 98 млрд руб., доля в портфеле выросла с 46% до 61%. Объемы POS-кредитования, которое когда-то было целевым сегментом банка, сократились с 45 млрд руб. до 39 млрд руб., доля упала с 46% до 25%. Кредитные карты играют третью по величине роль в деятельности ХКФ-Банка: объем кредитования через них вырос всего с 15 млрд руб. до 18 млрд руб., доля немного сократилась – с 13% до 11%.

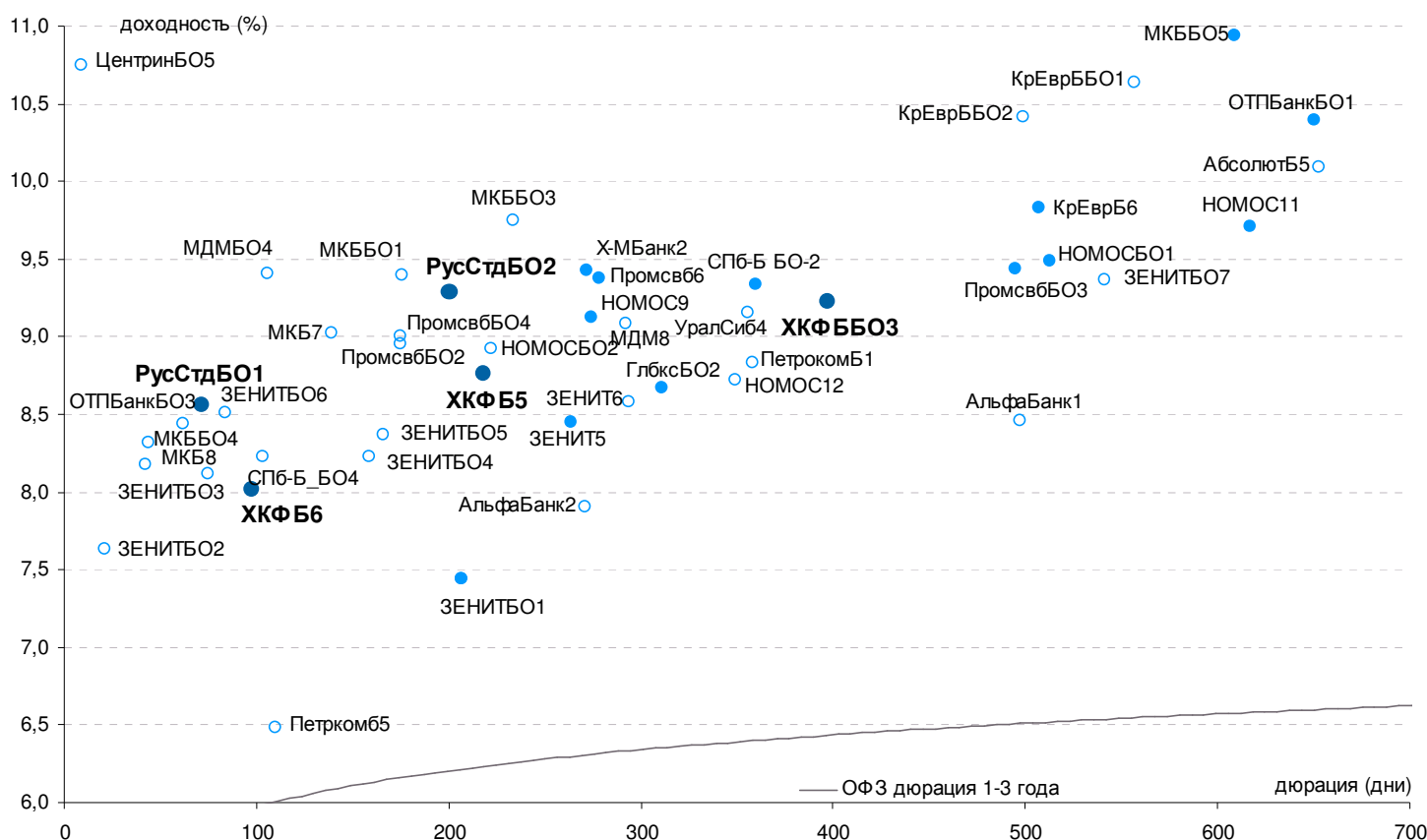
Русский Стандарт, нужно отметить, остается «верным» своему сегменту: кредитные карты по-прежнему являются ядром бизнеса банка. Их доля в кредитном портфеле в 1 полугодии выросла с 49% до 53% (с 60 млрд руб. до 81 млрд руб. в денежном выражении). Второй составляющей являются personal loans: 24% в портфеле (20% на начало года) или 37 млрд руб. (24 млрд руб. на начало года). В сегменте POS-кредитования, как и в случае с ХКФ-Банком, наблюдается стагнация: его доля сократилась с 21% до 15% (с 25 млрд руб. до 23 млрд руб.).

Что касается качества кредитного портфеля, то ХКФ-Банк здесь уступает: NPL (90+) у него на уровне 6%, в то время как у Банка Русский Стандарт – 5,2%. На самом деле, что касается именно розничного направления - разница еще сильнее. Дело в том, что на балансе Русского Стандарта находятся еще корпоративные кредиты на сумму 10 млрд руб., большая часть которых «неработающая». По данным банка, NPL (90+) именно по розничному направлению составляет всего 1,9%.

Немного более качественный рост Банка Русский Стандарт позитивно сказывается на его отчислениях в резервы, однако это все равно не позволяет ему продемонстрировать более высокие показатели рентабельности, несмотря на схожесть в рыночных сегментах присутствия. Показатель ROAA по итогам полугодия сложился на уровне 3% против 7,2% у ХКФ-Банка, ROAE – 23% против 39%. Давление на показатели в том числе оказывают стоимость фондирования и уровень административных расходов.

Напомним, ХКФ-Банк сейчас более активен на рублевом долговом рынке: у него в обращении находится 5 рублевых выпусков на 21 млрд руб. У Банка Русский Стандарт – 3 выпуска на 15 млрд руб. Премия облигаций Русского Стандарта составляет 50-70 б.п. к бумагам ХКФ-Банка обусловлена, на наш взгляд, большей прибыльностью деятельности последнего, его акционерной структурой и постоянно демонстрируемой положительной динамикой роста.

Доходности облигаций финансового сектора (04.08.2012)



Финансовые показатели банков по МСФО

	Банк Русский Стандарт млрд руб. Ваа3/В+/В+					ХКФ-Банк млрд руб. Ва3 / - / ВВ-				
	2010	1Н 2011	2011	1Н 2012	%	2010	1Н 2011	2011	1Н 2012	%
Рейтинги										
Место в ранжире на 1 июля 2012 года	26					30				
Балансовые показатели										
ASSETS	137,1	144,1	188,1	222,8	18%	101,1	110,2	155,7	197,3	27%
Cash and cash equivalents	11,4	8,2	18,3	15,3	-16%	7,4	12,1	16,0	9,8	-38%
% assets	8,3%	5,7%	9,7%	6,9%	---	7,3%	11,0%	10,3%	5,0%	---
Loans	81,9	88,7	113,8	140,8	24%	75,3	82,9	112,8	146,8	30%
Loans (gross)	89,7	96,4	122,2	152,2	25%	81,2	89,4	121,0	159,6	32%
% assets	59,8%	61,6%	60,5%	63,2%	---	74,5%	75,2%	72,5%	74,4%	---
NPL (>90дн.)	5,9%	5,0%	4,5%	5,2%	---	6,9%	6,6%	5,8%	6,0%	---
Impairment allowance / NPL (90+)	1,5	1,6	1,5	1,4	---	1,1	1,1	1,2	1,3	---
Loans / Customer accounts	1,3	1,1	1,0	1,1	1,1	3,2	2,9	1,6	1,3	---
Customer accounts	62,9	81,9	109,5	133,8	22%	23,8	28,5	70,3	115,9	65%
% assets	45,9%	56,8%	58,2%	60,1%	---	23,5%	25,8%	45,2%	58,7%	---
EQUITY	27,0	27,7	27,1	26,0	-4%	33,0	25,6	30,5	34,0	11%
% assets	19,7%	19,2%	18,8%	11,7%	---	32,7%	23,2%	19,6%	17,2%	---
Total Capital Adequacy Ratio	28,2%	27,4%	21,0%	17,4%	---	33,5%	24,3%	20,5%	17,1%	---
Показатели прибыльности										
Net interest income	19,5	9,9	22,8	15,3	55%	19,1	10,9	23,1	14,9	36%
Fee and commission income (net)	0,3	0,3	0,9	0,6	97%	7,3	4,2	9,6	8,9	113%
Provisions charge for loan impairment	-6,3	-1,7	-4,6	-5,3	211%	-3,6	-2,6	-6,2	-7,6	188%
Operating income*	22,6	12,4	28,4	19,2	55%	24,7	14,9	32,3	23,7	59%
General Administrative expenses	-13,7	-7,6	-17,2	-10,1	33%	-9,3	-4,9	-12,5	-8,2	66%

Profit	1,8	2,5	5,0	3,1	---	9,4	5,8	10,8	6,3	10%
Качественные показатели деятельности	2010	1H 2011	2011	1H 2012	%	2010	1H 2011	2011	1H 2012	%
RoAA	1,3%	3,6%	3,1%	3,0%	1%	10,1%	10,9%	9,1%	7,2%	0%
RoAE	6,5%	16,9%	18,5%	23,1%	4%	28,5%	39,4%	38,4%	39,3%	4%
Cost / Income	60,7%	61,5%	60,6%	52,6%	5%	37,6%	33,1%	38,8%	34,4%	-3%

* Net profit before tax + Provisions charge for loan impairment + Operating expenses

Источники: данные банков, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Елена Федоткова

НМТП (Ва3/ВВ-/-) сильные результаты за первое полугодие 2012 года. Долг продолжает сокращаться.

На наш взгляд, основным моментом в отношении результатов порта является значительно более комфортная долговая нагрузка по сравнению с годом ранее на фоне весомого роста маржинальности.

Событие. Группа Новороссийского морского торгового порта представила результаты за первое полугодие 2012 года по МСФО.

Комментарий.

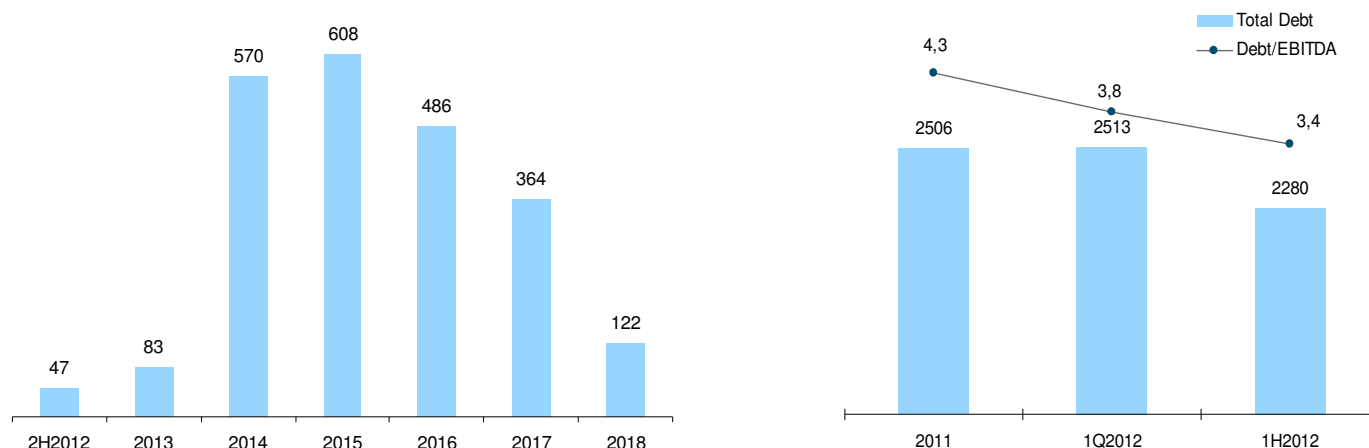
Основной фокус в отчетности Группы НМТП, прежде всего, на уровне долга. Напомним, что после покупки Приморского торгового порта долговые метрики компании значительно ухудшились. Однако итоги первого полугодия показывают, что компании удается довольно быстро выровнять свои результаты. Базой для этого стал рост перевалки, прежде всего, за счет отмены эмбарго на экспорт зерновых, а также рост маржинальности.

Так, выручка за прошлый год выросла на 9,5% до 541 млн долл., а EBITDA - на 31,3%. Опережающая динамика последнего показателя стала, прежде всего, следствием снижения затрат на топливо на фоне сокращения услуг по бункеровке. Стоит отметить, что итоговый результат порта оказался под влиянием убытков по курсовым разницам в иностранной валюте, что привело к снижению итогового результата на 37% по сравнению с а.п.п.г. – до 141 млн долл. Здесь же, как мы видим, оказали влияние так называемые «бумажные» начисления, в то время как операционный денежный поток увеличился с 112,4 млн долл. в 1 пол. 2011 до 238,3 млн долл. в отчетном периоде.

Чистый долг НМТП сократился на 11% до 2,13 млрд долл. В свою очередь соотношение Net Debt/LTM EBITDA составил 3,4х, что выглядит значительно комфортнее показателя на конец 2011 года – 4,3х. Структура долга также не вызывает много нареканий – «пик» погашений приходится в 2014 и 2015 году, в то время как во втором полугодии 2012 года и в 2013 году предстоит рефинансировать 130 млн долл., что полностью покрывается операционный денежный поток за полугодие - 238 млн долл. Мы ожидаем дальнейшего улучшения кредитных метрик порта.

Долговые бумаги компании после выхода на вторичный рынок в мае текущего года сохраняют довольно низкую ликвидность и большую часть времени торговались ниже номинала. Последние сделки проходили при цене 99,6% и доходности 9,34%. Принимая во внимание, прежде всего, низкую ликвидность бонда текущие уровни мы считаем не самыми привлекательными на локальном рынке.

Структура погашений обязательств, млн долл. Динамика показателей долговой нагрузки, млн долл.



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Финансовые показатели Группы НМТП по МСФО

млн долл.	1 пол. 2011	1 пол. 2012	+/- %
Выручка	494,1	541,1	9,51
ЕБИТДА	243,1	318,6	31,06
Операц. ден. поток	112,3	238,3	112,20
Чистая прибыль	141,0	222,5	57,80
ЕБИТДА margin	49,2%	58,9%	9,7 п.п.
Net margin	28,5%	41,1%	12,6 п.п.
	2011	1 пол. 2012	+/- %
Чистый долг	2 378,70	2 129,70	-10,47
Net Debt/LTM EBITDA	4,30	3,40	-0,90

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

*Игорь Голубев***Аэрофлот (-/-/ВВ+) негативные результаты за первое полугодие 2012 года. Компания вновь собирается на долговой рынок.**

Консолидации новых компаний пока оказывает негативное влияние на маржу перевозчика. Долг незначительно снизился.

Событие. Группа Аэрофлот представила итоги первого полугодия 2012 года.

Комментарий.

За прошедшее первое полугодие 2012 года выручка компании увеличилась на 54% и составила 3,6 млрд долл., что стало на 54% выше результатов годом ранее. Основой такой динамики стала консолидация бывших активов Ростехнологий. Вместе с тем, в показателях прибыльности динамика была отрицательной. Здесь сказалось то, что консолидированные дочерние компании на текущий день в основном являются убыточными, что ведет к сокращению маржи Аэрофлота. В итоге, рентабельность ЕБИТДА сократилась в половину и составила 7% против 14% за а.п.п.г. Несколько порадовать инвесторов сможет факт сокращения долгового портфеля (вкл. лизинг, пенсионные обязательства, таможенные платежи) на 7% до 2,1 млрд долл. с 2,3 млрд на начало текущего года. Соотношение Net Debt/ЕБИТДА составило 2,8х, что не существенно отличается от результатов 2011 года – 2,9х. Отметим, что на результаты компании оказывают влияние также довольно высокие лизинговые платежи новых дочерних компаний, которые Аэрофлот на текущий момент рефинансирует. Резюмируя, мы видим, что пока интеграция имеет негативный характер для Аэрофлота. Руководство Авиакомпании оценивает сроки интеграции в три года.

Вчера состоялась презентация для инвесторов, где был сделан ряд заявлений относительно роялти, что, напомним, является важной составляющей для маржи Аэрофлота. Так, опасения относительно отмены роялти на сегодняшний день не должны быть слишком существенными, даже на фоне вступления России в ВТО. По словам представителей Аэрофлота, прямого данного требования в договорах нет, а факт того, что срок отмены – 2014 год остается не таким уж и очевидным.

Финансовый директор Аэрофлота также сделал заявление, что Группа планирует к размещению в текущем году либо рублевые, либо еврооблигации. На текущий момент идет подготовка документации по выпускам. Как мы понимаем, за счет данных бондов компания планирует рефинансировать два рублевых выпуска, погашаемые в апреле следующего года. Стоит надеяться, что новые выпуски будут ликвидным инструментом, в отличие от обращающихся, что на текущий момент не делает их привлекательными для инвестирования.

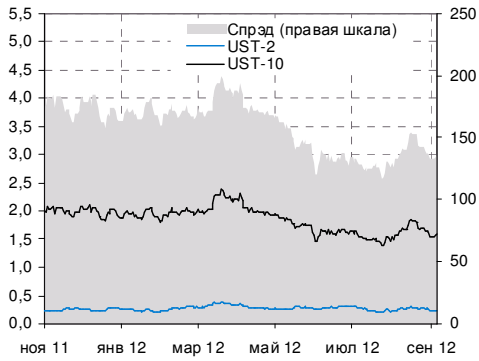
Финансовые показатели Группы Аэрофлот по МСФО

млн долл.	1 пол. 2011	1 пол. 2012	+/- %
Выручка	2 344,0	3 614,0	54,18
ЕБИТДА	331,0	247,0	-25,38
ЕБИТДАР	501,0	516,0	
Операц. ден. поток	249,3	229,2	-8,06
Чистая прибыль	376,8	7,1	-98,12
ЕБИТДА margin	14,1%	6,8%	-7,3 п.п.
Net margin	16,1%	0,2%	-15,9 п.п.
	2011	1 пол. 2012	+/- %
Debt	2 297,0	2 145,0	-6,62
Net Debt	1 883,0	1 582,0	-15,99
Debt/ЕБИТДА	3,6	3,8	0,20
Net Debt/ЕБИДА	2,90	2,80	-0,10

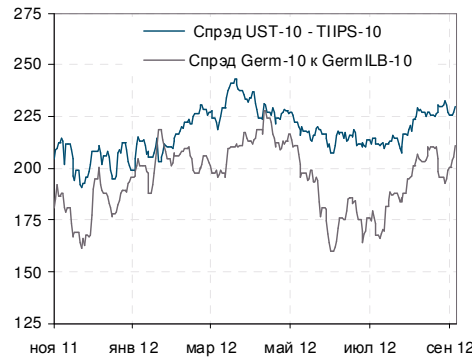
Игорь Голубев

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

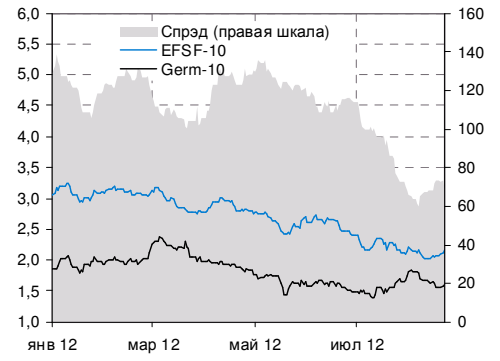
Казначейские обязательства США 2-летн. и 10-летн.



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



10-летние бумаги Германии и EFSF-10



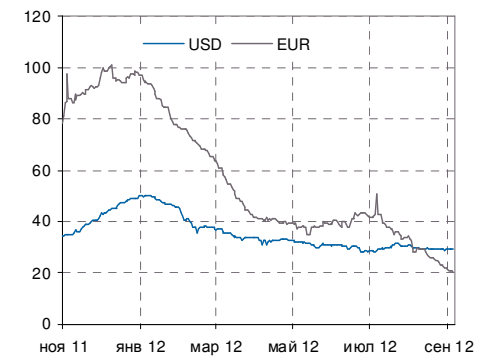
Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

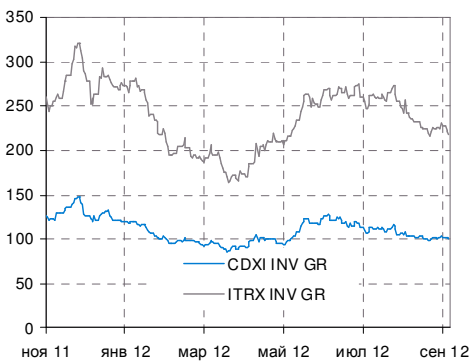


Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

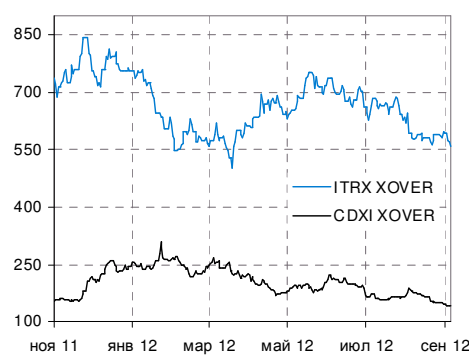


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

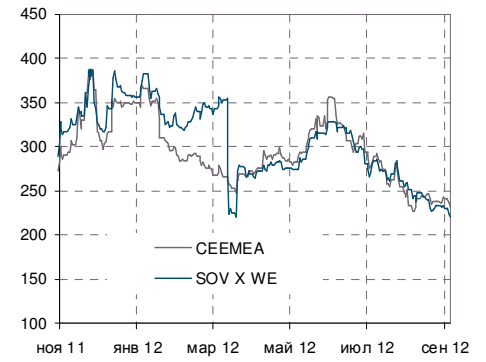
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX /Cross-Over

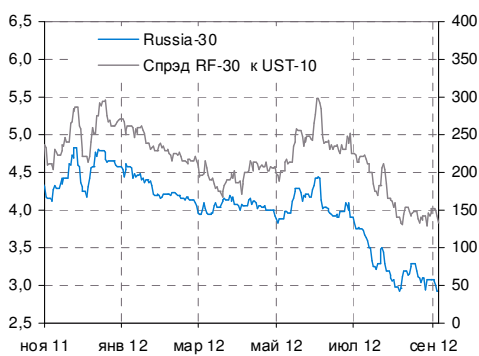


ITRX / Governments

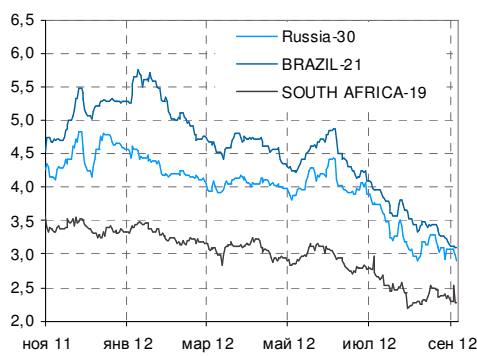


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

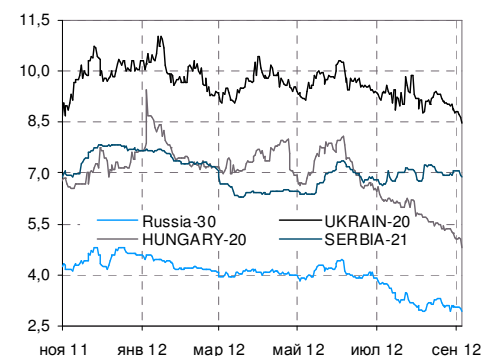
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

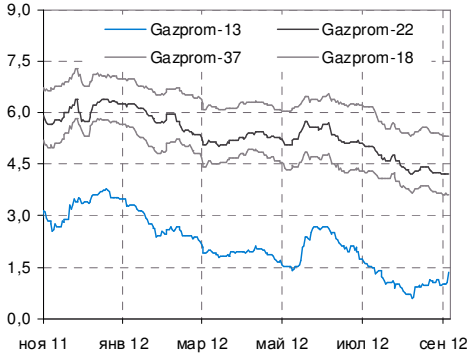


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

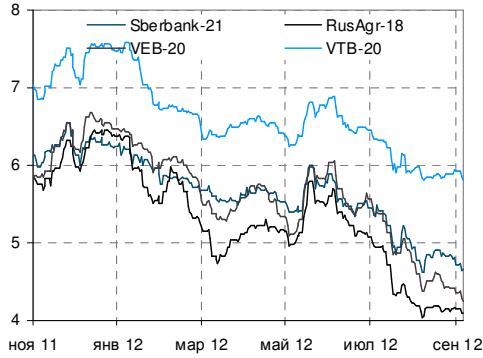


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

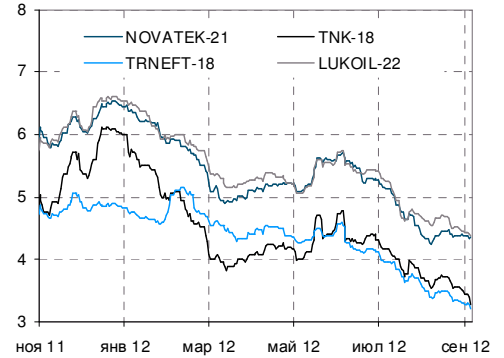
Еврооблигации Газпрома



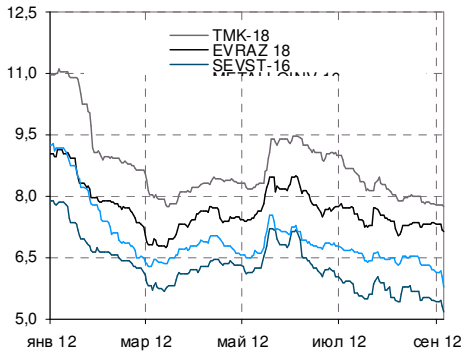
Евробонды госбанков



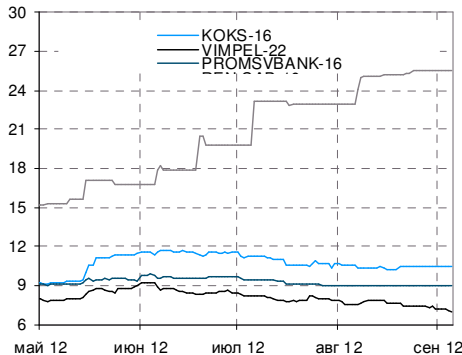
Еврооблигации нефтегазового сектора



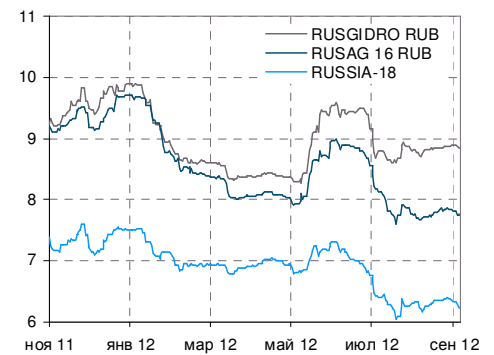
Еврооблигации металлургического сектора



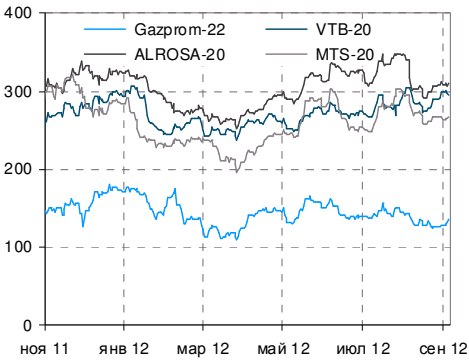
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



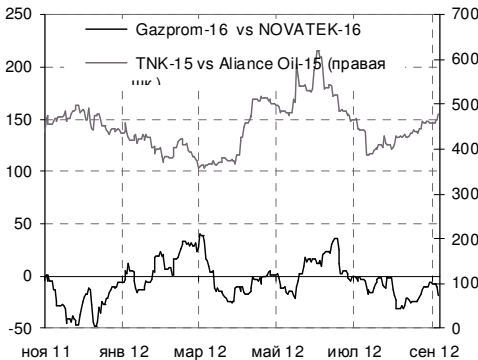
Еврооблигации, номинированные в рублях



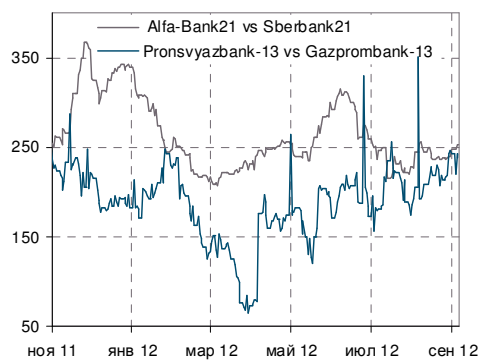
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

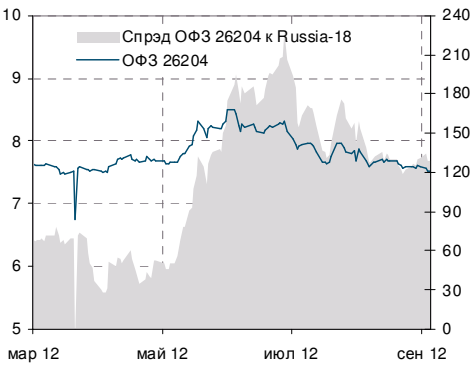


Спрэды в банковском секторе

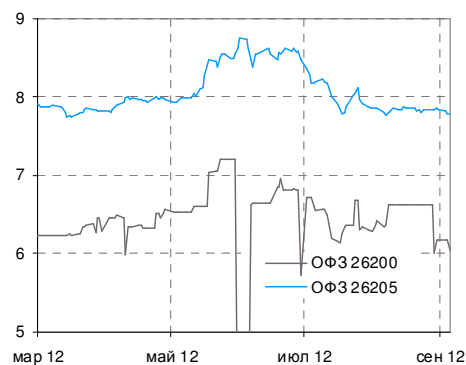


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

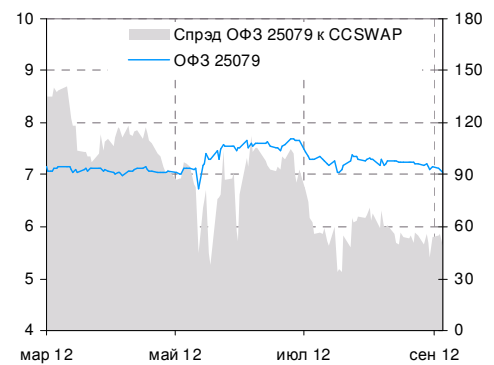
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

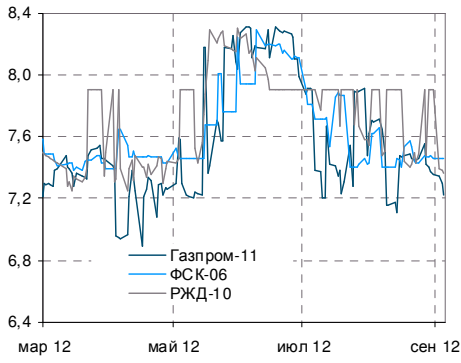


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

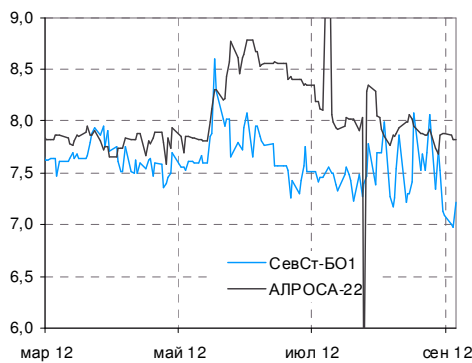


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

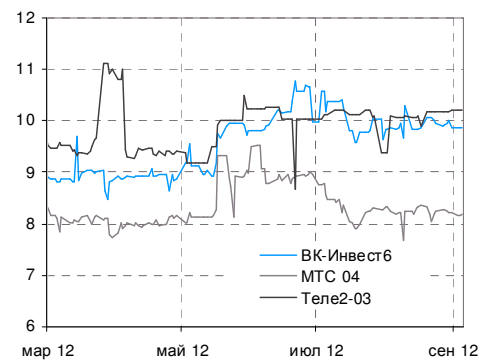
Доходности российских монополий



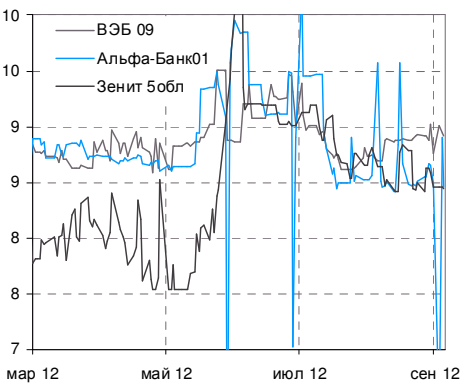
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



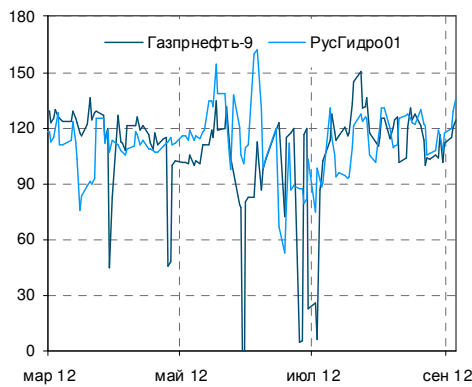
Доходности "Телекоммуникации"



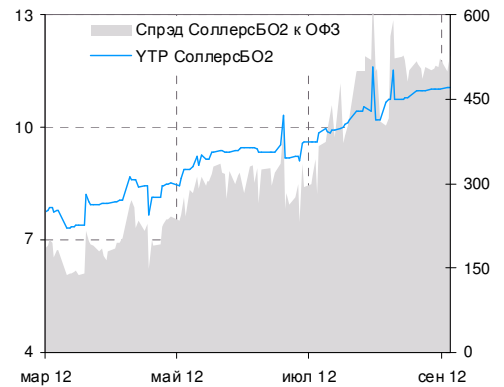
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

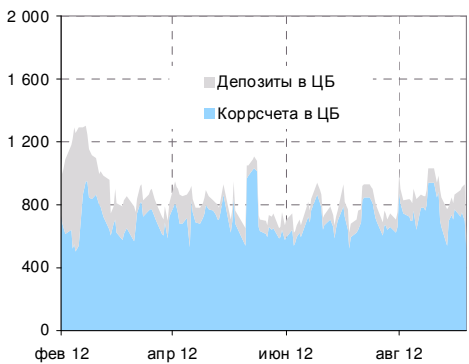


Облигации с текущей доходностью выше 10%

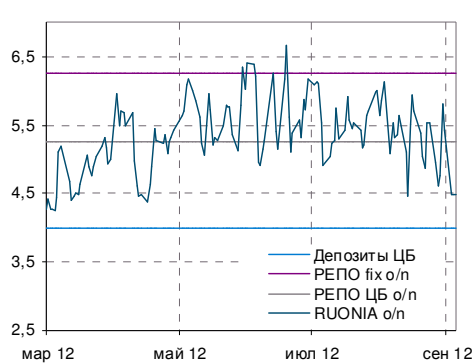


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

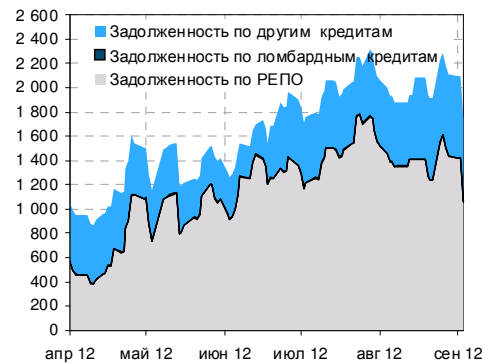
Динамика депозитов и остатков на корсчетах



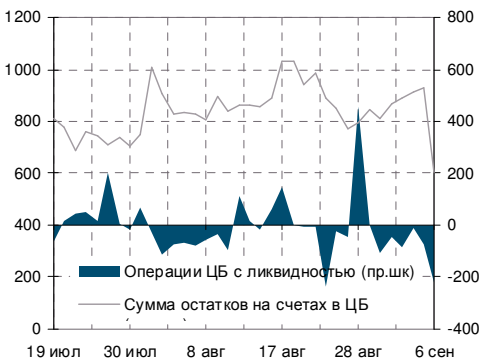
Динамика ставок денежного рынка



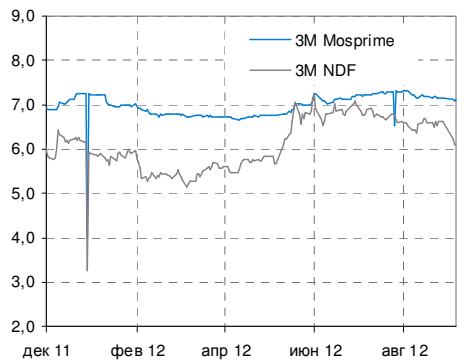
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



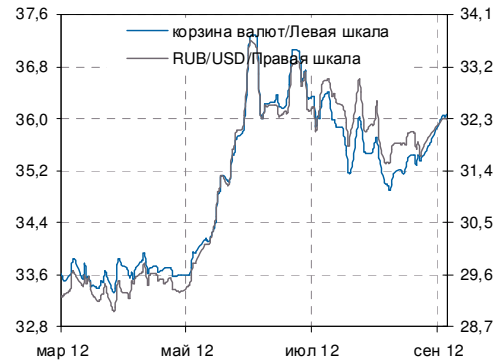
Влияние ЦБ на объем банковской ликвидности



ЗМ 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

Банки

Андрей Михайлов, FCCA

Mikhajlov_AS@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.