

Конъюнктура рынков

Внешние рынки

Внешние рынки не отражают единого позитивного настроения. Европейские площадки продолжает «лихорадить» по причине новых отсрочек по «греческому вопросу». В то же время аукцион по греческим векселям можно считать вполне успешным, что отражает общие ожидания позитивного финала. Американские площадки настроены более позитивно, чем европейские, вероятно, этому способствовала поддержка в форме сильных корпоративных отчетов, «подогревающих» спрос на рискованные активы.

Российские еврооблигации

Во вторник в сегменте российских еврооблигаций динамика торгов была смешанной. Покупателям требуются новые более мощные стимулы, нежели превратившиеся в бесконечность переговоры по реструктуризации долга Греции. Резонансом на заявления Минфина РФ о возможном налогообложении процентных доходов по еврооблигациям остаются выборочные, но довольно масштабные продажи.

Рублевые облигации

В сегменте рублевого долга без перемен – ажиотаж в ОФЗ сохраняется, при этом продолжающееся укрепление рубля только «подогревает» спрос. В то же время корпоративный сегмент остается на «втором плане» - интерес к нему все также крайне слаб.

FX/Rates

Укрепление рубля продолжается на фоне сохраняющегося внешнего позитива.

Наши ожидания

Для глобальных площадок появление прогресса в переговорах по Греции является поводом для позитива, хотя очередная рассрочка и разочаровывает. При этом рыночные ожидания смещаются в другую «плоскость» - завтра будет проходить очередное заседание ЕЦБ.

Российские еврооблигации, вероятно, предпримут попытку отыграть внешний позитив.

Центральное событие внутреннего долгового рынка – аукцион по ОФЗ. Ждем переспрос и продолжение снижения доходностей – состояние денежного и валютного рынка тому благоприятствуют. Кроме того, допускаем, что спрос постепенно начнет распространяться и на квазигосударственные выпуски.

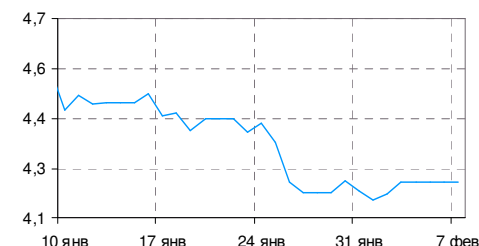
На валютном рынке, на наш взгляд, сегодня следует рассчитывать на очередную вазу укрепления рубля на фоне позитивных событий, связанных с решением греческого вопроса. Кроме того, дополнительной поддержкой для национальной валюты являются котировки нефти, стоимость которой вчера достигала уровня 117 долл. за барр. (Brent).

Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	4,21	0
CDS России	220	-1
MOSPRIME o/n	4,45	-6,00
NDF 3M	5,29	-10,00

	значение	изм
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	543,9	23
Остатки на депозитах, млрд руб.	752,0	49
Доллар / рубль (ЦБ), руб	29,80	-0,31
Корзина (ЦБ), руб	34,18	-0,15

Динамика доходности Russia-30



Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3M	0,52	-0,3
ERIBOR 3M	1,09	-0,8
EUR/USD	1,33	
UST-10	1,97	7
Германия-10	1,96	8
EFSF-10	3,02	4
Италия - 10	5,58	-3
Испания - 10	5,04	5
CDS 5Y Ирландия	564	-5
CDS 5Y Португалия	1207	-67
CDS 5Y Италия	374	-13
CDS 5Y Испания	344	-11
CDS 5Y Греция	6832	403

Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	552,9	3
iTRAXX CEEMEA 5Y	283,5	-2
iTRAXX SOVX WE 5Y	318,0	-3

Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 26205	7,74	-11
ОФЗ 25077	7,19	-9
Газпром-11	7,49	4
РЖД-10	7,62	-1
ФСК-6	7,65	0
РусГидро-1	8,75	0
МТС-04	8,23	3
Вк-Инвест6	9,20	-3
Северсталь-БО1	7,87	-2
ВЭБ-09	8,96	-17
Альфа-Банк01	8,98	-2

Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	6,82	-10
Gazprom-37	6,69	0
Sberbank-21	5,85	0
AlfaBank-21	8,35	-1
Evraz-18	7,89	1
Vimpel-22	8,30	3
TNK-BP-18	5,60	0

Главные новости

Банк России вернулся к покупкам на валютном рынке.

В январе нетто-продажи валюты со стороны Центробанка были минимальны, а уже в феврале Банк России выступает в роли активного покупателя валюты, сдерживая стремительное укрепление рубля. Впрочем, основная часть этого укрепления, которое мы прогнозировали еще в декабре, состоялась; в ближайшее время стоимость рубля к бивалютной корзине должна стабилизироваться.

МСП банк (Ваа2/ВВВ/-): первичное предложение.

Предложение интересно ближе к верхней границе диапазона, что будет означать премию от 50 б.п. и выше к другим госбанкам. Наличие премии вполне объективно, учитывая специфику деятельности кредитной организации.

НОТА-Банк (ВЗ/-/-): первичное предложение.

На рынке сейчас достаточно более привлекательных альтернатив, чтобы назвать предложенный эмитентом диапазон неинтересным.

Tele2 Russia: хорошие результаты за 2011 г.

Оператор показала двузначный рост выручки при хороших операционных результатах, прибыльность бизнеса заметно возросла. Первичное предложение облигаций Теле2-Санкт-Петербург выглядит интересным уже по нижней границе индикатива.

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

Внешние рынки не отражают единого позитивного настроения. Европейские площадки продолжают «лихорадить» по причине новых отсрочек по «греческому вопросу». В то же время аукцион по греческим векселям можно считать вполне успешным, что отражает общие ожидания позитивного финала. Американские площадки настроены более позитивно, чем европейские, вероятно, этому способствовала поддержка в форме сильных корпоративных отчетов, «подогревающих» спрос на рискованные активы.

Вчерашние торги в сегменте европейских долгов складывались весьма неоднородно: чуть прибавилось позитива в отношении рискованных бумаг после того как были анонсированы довольно успешные результаты аукциона по греческим 6-месячным векселям. Помимо этого в «фокусе» находился процесс обсуждения «греческого вопроса».

На фоне этого спрос на защитные госбумаги Германии несколько ослаб – их доходность прибавила 8 б.п. до 1,96% годовых.

Динамика торгов в США характеризовалась большим оптимизмом в отношении рискованных активов, вероятно, по причине того, что к вечеру стало известно о неких «промежуточных» соглашениях в ходе переговоров по Греции. К тому же позитиву на фондовых площадках благоприятствовали довольно сильные корпоративные отчеты.

В сегменте госдолга США помимо общего «оживления» по части рисков ход торгов определяли и результаты аукциона по 3-летним UST, которые в целом удовлетворительны, но слабее предыдущих январских. Так, при доходности 0,347% (в январе 0,37%) bid/cover уменьшился до 3,3х с 3,73х, доля покупателей-нерезидентов сократилась до 27,7% с 38,5%.

Доходность 10-летних UST по итогам дня прибавила 7 б.п. до 1,97% годовых.

Начало вчерашнего дня на международном валютном рынке можно было охарактеризовать, как типичное для последнего времени. Пара EUR/USD находилась в диапазоне 1,309-1,3155х. Поводом для небольшой коррекции послужили опубликованные данные об объеме промышленного производства в Германии. Однако наиболее важным событием, изменившим отношение инвесторов к европейской валюте и позволившим ей достигнуть уровня 1,3262х, стало достижение промежуточных соглашений между Афинами и представителями «тройки» кредиторов. Так, глава Еврогруппы Ж.-К. Юнкер сообщил о том, что Греция выполняет все взятые на себя обязательства в рамках разработанного плана выхода страны из долгового кризиса. Вместе с тем, говорить об окончательном решении, о выделении очередного транша финансовой помощи, пока рано: все будет зависеть от итогов переговоров премьер-министра с представителями политических партий. Хотя, на наш взгляд, это можно считать лишь формальностью.

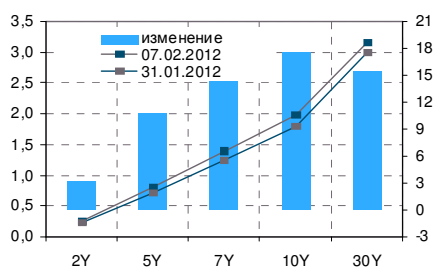
*Ольга Ефремова
Алексей Егоров*

Российские еврооблигации

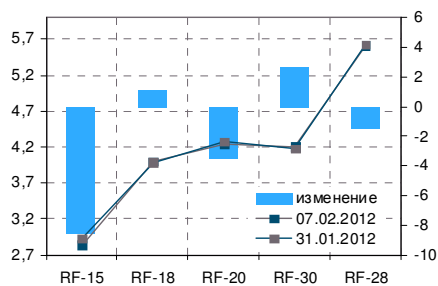
Во вторник в сегменте российских еврооблигаций динамика торгов была смешанной. Покупателям требуются новые более мощные стимулы, нежели превратившиеся в бесконечность переговоры по реструктуризации долга Греции. Резонансом на заявления Минфина РФ о возможном налогообложении процентных доходов по еврооблигациям остаются выборочные, но довольно масштабные продажи.

Торги вторника характеризовались смешанной динамикой котировок, при этом можно констатировать некоторое ослабление покупательской активности. Судя по всему, для более интенсивных положительных

Кривая доходности гособлигаций США



Кривая доходности гособлигаций России



переоценок нужны какие-то более мощные импульсы, поддерживающие спрос, нежели превратившиеся в бесконечность переговоры по реструктуризации долга Греции. Пока же можно констатировать, что в суверенных бумагах лучше всего день сложился для рублевого выпуска Russia-18 (YTM 6,82%, «-10» б.п. к уровню понедельника), которому поддержку оказывало продолжающееся укрепление рубля. Эта же идея поддерживала спрос и на рублевые бумаги РусГидро и РСХБ-16, где также были положительные переоценки в пределах 25-50 б.п.

Что касается бумаг Russia-30, то их котировки весь день находились в одном диапазоне – 118,375%-118,5%, не отражая какого-то избыточного спроса на выпуск.

Среди негосударственных бумаг достаточно востребованными по-прежнему оставались выпуски Сбербанка и ВЭБа, но и к ним интерес был ощутимо слабее, чем в предыдущие дни – котировки не проявляли заметного роста.

В целом по сегменту корпоративных евробондов можно отметить сохраняющийся негативный резонанс на недавние заявления Минфина РФ о возможном налогообложении процентных доходов по евробондам. И хотя принято решение предоставить 3-летнюю беспроцентную рассрочку по причитающимся за прошлые годы выплатам, а на выпуски, размещаемые в этом году, налог не распространяется, отдельные инвесторы весьма негативно настроены в отношении данной меры и опасаются досрочного выкупа бумаг. Наиболее существенно это выражается в бумагах, которые торгуются сейчас гораздо выше номинала при прогнозируемом выкупе по 100%. Вероятно, именно этот аспект провоцирует инвесторов оперативно фиксироваться в выпусках Газпром-19, РСХБ-18, а также в бумагах Лукойла, что вчера, например, смещало их котировки вниз в пределах 50 б.п. Пока данные опасения не приняли панических масштабов и носят очень выборочный характер, к тому же предложение на продажу по большей части встречает спрос тех, кто не рассматривает риски досрочного выкупа как возможные для проявления.

Ольга Ефремова

Рублевые облигации

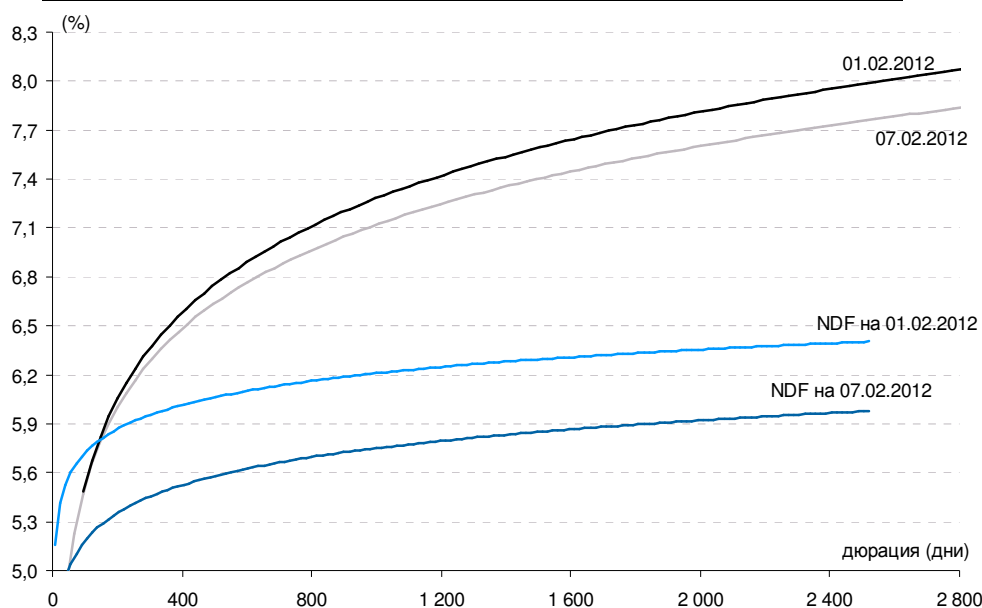
В сегменте рублевого долга без перемен – ажиотаж в ОФЗ сохраняется, при этом продолжающееся укрепление рубля только «подогревает» спрос. В то же время корпоративный сегмент остается на «втором плане» - интерес к нему все также крайне слаб.

На локальном долговом рынке продолжается ажиотажная скупка ОФЗ, которая двигает их доходности к новым минимумам. Так, в преддверии сегодняшнего аукциона по ОФЗ 26205 доходность выпуска снизилась до 7,74% годовых, обозначая возможность для того, чтобы итогом размещения стал уровень меньший, чем озвучил вчера Минфин в качестве индикатива (7,75% - 8%).

При этом спрос распространяется не только на 26205, но и на другие выпуски – наибольшие обороты зафиксированы в сериях 26204 и 26206, 25077, 25079. «Напомним» о себе и выпуски 46017 и 46020.

Можно констатировать, что за период с 1 февраля кривая доходности существенно сместилась: доходности бумаг снизились в диапазоне от 10 до 30 б.п. При этом ориентируясь на то, как изменилась оценка валютного риска, можно говорить, что потенциал снижения доходности еще сохраняется.

Смещение кривой доходности ОФЗ в феврале 2012



Источник: Bloomberg, ММВБ.

Корпоративный сектор пока слабо реагирует на переоценку госбумаг. Выразительного сокращения спрэдов не наблюдается, что еще больше укрепляет мнение о том, что сформировавшийся ажиотаж имеет под собой ярко выраженный спекулятивный характер, обусловленный притоком так называемых «hot money».

В негосударственных бумагах вчера наиболее крупные обороты при положительных переоценках в диапазоне от 10 до 50 б.п. зафиксированы в выпусках ВымпелКома, а также бондах ФСК-15, ФСК-18, ВТБ-БО6, ВЭБ-09, а также биржевых облигациях Газпромбанка.

Ольга Ефремова

Forex/Rates

Укрепление рубля продолжается на фоне сохраняющегося внешнего позитива.

На локальном валютном рынке в ходе вчерашних торгов рубль демонстрировал укрепление против мировых валют. При этом курс доллара впервые с октября прошлого года опустился ниже уровня 30 руб. Стоимость бивалютной корзины вновь приблизилась к отметке 34 руб. В целом, тренд, сложившийся на рынке, свидетельствует о том, что укрепление национальной валюты, скорее всего, продолжится, однако темпы могут немного замедлиться.

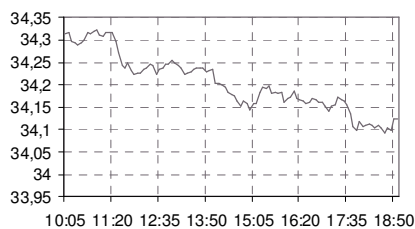
Ликвидность банковской системы продолжает увеличиваться. Согласно данным ЦБ, сумма остатков на корсчетах и депозитах увеличилась на 72 млрд руб. до 1295,9 млрд руб. Кроме того, вчера Банк России опубликовал данные о валютных интервенциях в январе (см. в разделе «Главные новости»), которые подтвердили предположения об источниках появления дополнительной ликвидности в банковской системе. Ставки денежного рынка продолжают демонстрировать снижение. Так, MosPrime o/n составила 4,45%, достигнув уровня октября 2011 года.

Алексей Егоров

Наши ожидания

Для глобальных площадок появление прогресса в переговорах по Греции является поводом для позитива, хотя очередная рассрочка и разочаровывает. При этом рыночные ожидания смещаются в другую «плоскость» - завтра будет проходить очередное заседание ЕЦБ.

Динамика бивалютной корзины



Российские еврооблигации, вероятно, предпримут попытку отыграть внешний позитив.

Центральное событие внутреннего долгового рынка – аукцион по ОФЗ. Ждем переспрос и продолжение снижения доходностей – состояние денежного и валютного рынка тому благоприятствуют. Кроме того, допускаем, что спрос постепенно начнет распространяться и на квазигосударственные выпуски.

На валютном рынке, на наш взгляд, сегодня следует рассчитывать на очередную вазу укрепления рубля на фоне позитивных событий, связанных с решением греческого вопроса. Кроме того, дополнительной поддержкой для национальной валюты являются котировки нефти, стоимость которой вчера достигала уровня 117 долл. за барр. (марка Brent).

Ольга Ефремова
Алексей Егоров

Календарь событий

Долговой рынок

- 8 февраля Размещение ОФЗ серии 26205 на 35 млрд руб.
Выплата купона по ОФЗ серий 26203, 25078, 46017, 46002.
- 9 февраля Оферта по выпуску ВТБ-лизинг 08, объем выпуска 5 млрд руб.
Размещение: РСХБ БО-03
Размещение: Теле2-Санкт-Петербург серии 04 и 05
Размещение: ЛК Уралсиб БО-05
- 10 февраля Размещение: Кредит Европа Банк БО-02

Внешний долговой рынок

- 8 февраля Доразмещение 5-летних госбумаг Германии на 4 млрд евро.
Размещение 10-летних UST на 24 млрд долл.
- 9 февраля Размещение 30-летних UST на 16 млрд долл.
- 10 февраля Размещение векселей Словении сроком на 91, 181 и 363 дня

Денежный рынок

- 8 февраля Возврат Минфину 20,0 млрд руб. с депозитов банков (13 сен 11 г под 6,17%)
Погашение по ломбардному аукциону ЦБ 31 января
Аукцион ОФЗ 25079, объем - 15 млрд руб.
Аукцион ОФЗ 26204, объем - 3,27 млрд руб.
- 9 февраля Депозитный аукцион ЦБ на срок 1 месяц
- 10 февраля Погашение по депозитному аукциону ЦБ 12 января

Макроэкономические события

- 9 февраля Заседание ЕЦБ, решение по базовой ставке
- 10 февраля Отчет по исполнению бюджет США за январь 2012 года

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Новости коротко

Корпоративные новости

- В 2011 году **Аэрофлот** увеличил пассажирооборот на 20,8% до 742,021 млрд пассажирокилометров относительно 2010 года, количество перевезенных пассажиров возросло на 25,6% до 14,174 млн, процент занятости пассажирских кресел составил 77,5% («+0,3 п.п.» к 2010 году). /Finambonds/

Долговые рынки

- **Связь-Банк** (дочерний банк ВЭБа) объявил о переносе размещения облигаций серии 04 объемом 5 млрд руб. на более поздний срок, ориентировочно на март 2012 года. Напомним, банк планировал в период с 8 по 17 февраля провести book building по этому выпуску. Ориентир ставки 1-го купона облигаций был установлен в диапазоне 9-9,25% годовых, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 9,46-9,73% годовых.
- Чистая прибыль **Сбербанка** за январь 2012 года по РСБУ составила 29,2 млрд руб. против 26,7 млрд руб. за январь 2011 года («+9,4%»). Активы банка за январь увеличились более чем на 100 млрд руб. и составили 10,6 трлн руб.
- Ставка 1 купона по биржевым облигациям **ООО «Лизинговая компания УРАЛСИБ»** серии БО-05 объемом 5 млрд руб. установлена по результатам сбора заявок на уровне 11,5% годовых. Напомним, при открытии книги заявок индикативная ставка купона была объявлена в диапазоне 11-11,5% годовых, что соответствует доходности к погашению на уровне 11,46-12,01% годовых.
- Вчера компания Теле2-Санкт-Петербург (**Tele2 Russia**) открыла книгу заявок еще на один выпуск облигаций серии 04 объемом 3 млрд руб., закрытие которой намечено на 8 февраля 2012 года. Напомним, 7 февраля должен был завершиться сбор заявок на облигации серии 05 объемом 4 млрд руб. Индикатив доходности по выпуску составлял 9,4-9,9% годовых к оферте через 2 года. По займам предусмотрено поручительство в виде оферты от Tele2 Russia Holding AB и Tele2 Financial Services AB. Привлекаемые денежные средства будут направлены на общекорпоративные нужды и рефинансирование долгового портфеля.

Рейтинги и прогнозы

- Агентство Fitch присвоило облигациям Tele2 Russia Holding AB (эмитент – **ОАО «Санкт-Петербург Телеком»**) серии 05 объемом 4 млрд руб. ожидаемый долгосрочный приоритетный необеспеченный рейтинг «BB+(EXP)» и ожидаемый национальный долгосрочный рейтинг «AA(rus)(EXP)». Fitch ожидает, что держатели облигаций получат преимущество от безотзывных обязательств со стороны Tele2 Russia Holding AB и Tele2 Financial Services AB, казначейской компании Tele2R, что даст данному инструменту фактический регресс на группу Tele2R. Механизм безотзывных обязательств (по сути, предложение выкупить облигации в случае дефолта эмитента) обусловит для держателей облигаций ту же вероятность дефолта и ожидаемую возвратность активов, что и для приоритетных необеспеченных кредиторов Tele2R.
- Агентство Fitch подтвердило долгосрочный рейтинг дефолта эмитента **СИТРОНИКС** в иностранной валюте на уровне «В-» с «Негативным» прогнозом. Эксперты Fitch отметили, что «подтверждение рейтингов отражает явную поддержку от материнской структуры АФК «Система» и ее значительное финансовое влияние. Самостоятельная кредитоспособность СИТРОНИКСа соответствует уровню ниже «В-», однако ввиду связей (теперь через ОАО РТИ), которые оцениваются от умеренных до сильных, и свидетельств явной поддержки от АФК, РДЭ СИТРОНИКСа находятся на более высоком уровне. «Негативный» прогноз отражает сохранение операционных сложностей у компании и ее неспособность улучшить свои финансовые показатели». *Новость нейтральна для котировок биржевых облигаций СИТРОНИКСа серий БО-1 (УТР 11,77%/1,38 года) и БО-2 (УТР 13,24%/0,64 года).*

Главные новости

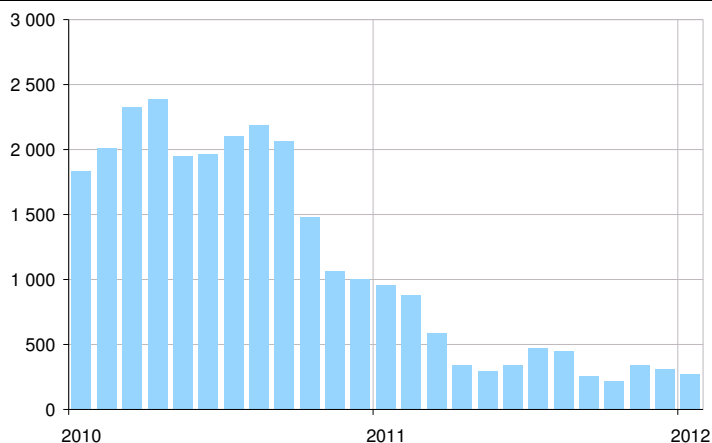
Банк России вернулся к покупкам на валютном рынке.

В январе нетто-продажи валюты со стороны Центробанка были минимальны, а уже в феврале Банк России выступает в роли активного покупателя валюты, сдерживая стремительное укрепление рубля. Впрочем, основная часть этого укрепления, которое мы прогнозировали еще в декабре, состоялась; в ближайшее время стоимость рубля к бивалютной корзине должна стабилизироваться.

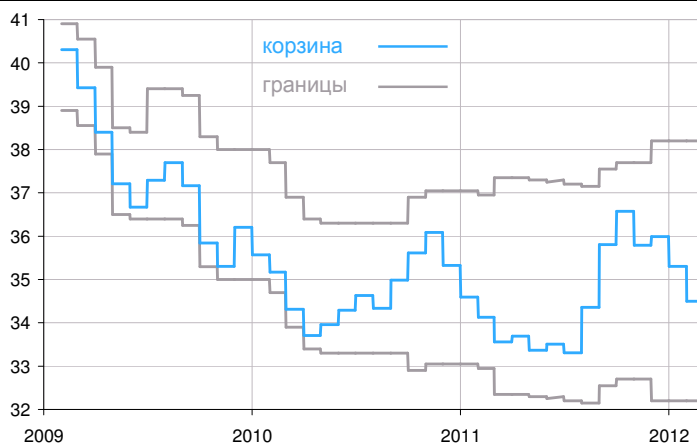
Событие. В январе Банк России выступал в роли нетто-продавца валюты, однако объем продаж был минимален – \$ 208 млн. и € 18 млн.

Комментарий. Центробанк продавал валюту в первой половине месяца, однако в 20-х числах января выступал уже в роли покупателя. В начале февраля объемы покупок увеличились – по оценкам участников рынка ЦБ покупает порядка \$ 100 млн. в день, что не мешает рублю стремительно укрепляться. Бивалютная корзина с начала года рухнула более чем на 2 рубля – с 36.5 до 34.2 на вчерашний день. Нижняя граница предельного диапазона колебаний корзины находится на отметке 32.2. Мы сомневаемся, что в условиях сохранения высоких внешних (долговой кризис в Европе) и внутренних (выборы) рисков рубль сможет приблизиться к нижней границе. Основная часть переоценки, на наш взгляд, уже прошла, и в ближайшее время укрепление рубля должно замедлиться (скорее всего, в диапазоне 33.5-34.0 по корзине). Новый импульс к укреплению рубля сможет получить лишь в случае кардинального снижения обозначенных рисков.

Покупка валюты ЦБ, млрд. руб. накопленным итогом за 12 мес.



Среднемесячные значения бивалютной корзины и диапазон предельных колебаний



Источники: Банк России, Аналитический департамент НОМОС-БАНКА

Кирилл Тремасов

МСП банк (Ваа2/ВВВ/-): первичное предложение.

Предложение интересно ближе к верхней границе диапазона, что будет означать премию от 50 б.п. и выше к другим госбанкам. Наличие премии вполне объективно, учитывая специфику деятельности кредитной организации.

Событие. Российский банк поддержки малого и среднего предпринимательства (**МСП банк**) планирует 9 февраля открыть книгу заявок инвесторов на приобретение облигаций серии 01 объемом 5 млрд руб. Ориентир ставки 1 купона облигаций установлен в диапазоне 8,75-9,25% годовых, что соответствует доходности к 2-летней оферте на уровне 8,94-9,46% годовых. Заявки на облигации будут приниматься до 13 февраля. Размещение бумаг - 15 февраля.

Комментарий. В настоящее время 100% акций банка принадлежит ВЭБу. Напомним, что в декабре прошлого года эмитент уже предпринимал попытку разместить заем на 5 млрд руб., но отказался от этой идеи. По кредитному качеству более подробно см. наш комментарий от 12 декабря 2011 года

(http://www.nomos.ru/upload/iblock/c6c/primary_12122011.pdf).

В целом, предложенный диапазон на фоне текущих размещений смотрится интересным с учетом акционерной структуры и рейтингов на уровне от 9,3% годовых, то есть ближе к верхней границе предложенного диапазона. Данный уровень будет включать в себя премию к ВЭБу и госбанкам на уровне 50 б.п. и выше, что, на наш взгляд, справедливо, учитывая специфику деятельности кредитной организации.

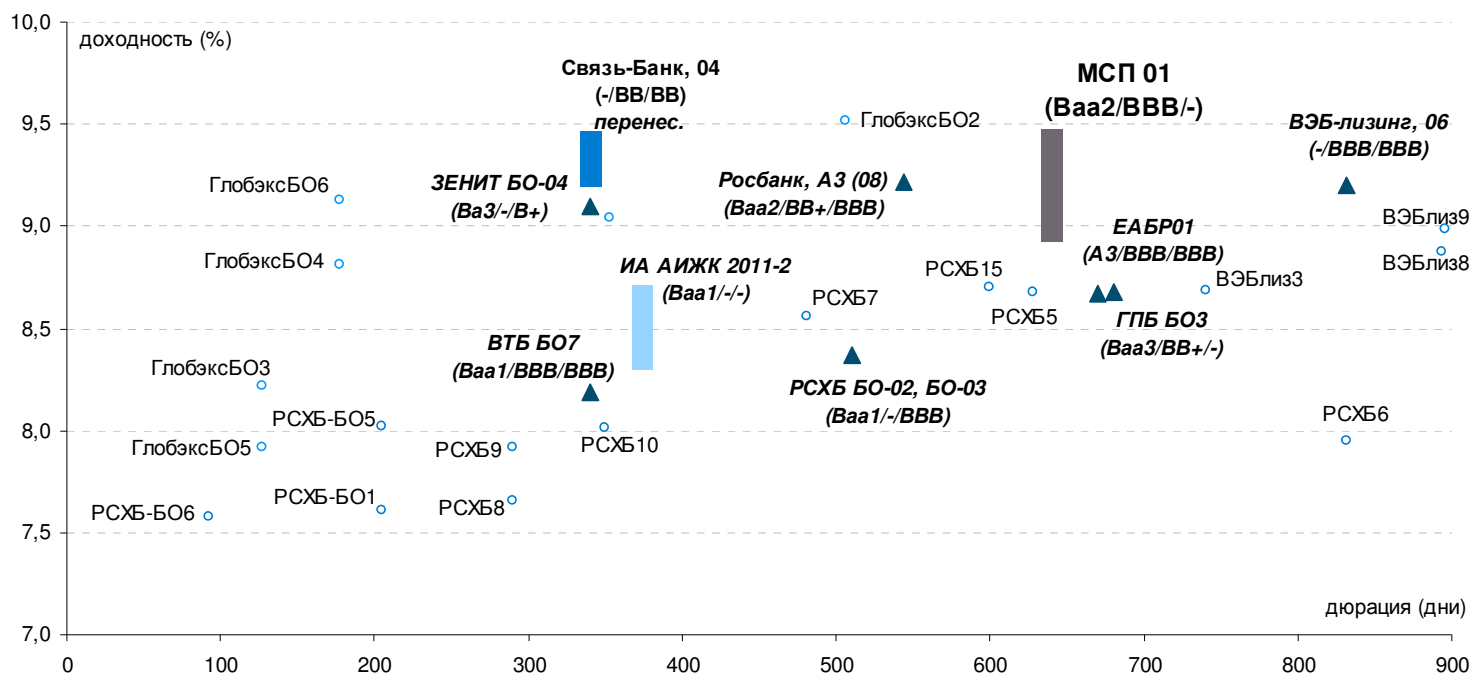
Показатели МСП банка по МСФО

Показатели отчетности, млн руб.	2010	9м 2011	%
Активы	77 669	89 996	16%
Средства в кредитных организациях	50 063	59 814	19%
Кредиты (net)	12 536	18 248	46%
доля в активах	64,5%	66,5%	---
Вложения в финансовые активы	11 462	6 956	-39%
доля в активах	14,8%	7,7%	---
Средства кредитных организаций	58 123	64 602	11%
доля в активах	74,8%	71,8%	---
Средства клиентов	254	356	40%
доля в активах	0,3%	0,4%	---
Коэффициент достаточности общего капитала (Н1)*	34,4%	29,8%	-4,7%
Р&L, млн руб.	9м 2010	9м 2011	%
Чистые процентные доходы (до резервов)	1 796	2 574	43%
Прибыль	1 038	319	-69%
Качественные показатели деятельности	9м 2010	9м 2011	%
Рентабельность собственных средств	n/a	2,3%	---
Рентабельность активов	n/a	0,5%	---
NIM	n/a	n/a	---
С / I	21,8%	47,3%	25,4%

* данные по РСБУ

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Распределение доходностей бумаг эмитентов финансового сектора, текущие размещения



Елена Федоткова

НОТА-Банк (ВЗ/-/-): первичное предложение.

На рынке сейчас достаточно более привлекательных альтернатив, чтобы назвать предложенный эмитентом диапазон неинтересным.

Событие. НОТА-Банк 15 февраля разместит дебютный выпуск облигаций серии 01 объемом 1 млрд руб. Ориентир по ставке купона составляет 11,0-11,4%, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 11,27-11,69%. Срок обращения бумаги – 2 года.

Комментарий. НОТА-Банк представляет собой универсальный частный банк, занимающий 83 место по активам (52 млрд руб.) на 1 января 2012 года. Отметим, что на конец 2008 года банк стоял на более скромной 173 ступени с активами около 10 млрд руб. Таким образом, последние несколько лет кредитная организация демонстрирует заметно выше среднеотраслевых темпы роста бизнеса (2011 год – «+70%», 2010 год – «+106%», 2009 год – «+44%»).

Мажоритарный акционер в капитале кредитной организации - ЗАО «СИА-Финанс» (68,873%), которое принадлежит Комаровой Ф.Н., еще 25,655% напрямую владеет Игорь Рудинский (116 место Forbes в рейтинге «Богатейшие бизнесмены России») - владелец СИА ИНТЕРНЕЙШНЛ ЛТД, одного из крупнейших российских фармацевтических дистрибьюторов в России. Годовой оборот компании в 2009 году превысил 94 млрд руб., выручка составила 85,19 млрд руб., чистая прибыль - 2,06 млрд руб. Обращаем внимание, что аффилированность с СИА ИНТЕРНЕЙШНЛ ЛТД ограничивается, по сути, блокпакетом, несмотря на схожесть названий с ЗАО «СИА-Финанс». Последнее отчасти подтверждается структурой клиентский средств, которую компания последний раз раскрывала на конец 2010 года – более 40% приходится на строительную отрасль, на торговлю, к которой вполне логично было бы отнести в том числе и СИА ИНТЕРНЕЙШНЛ, - 13%.

Отметим, что основной скачок роста активов банка с 36 млрд руб. до 52 млрд руб. в прошлом году пришелся на декабрь. Последнее было обусловлено как притоком средств юрлиц в размере 9,5 млрд руб., так и привлечением средств Минфина в размере 7 млрд руб. (на срок до 30 дн.). Накопленная на конец года ликвидность была размещена на депозитах ЦБ - 7 млрд руб. и на счетах кредитных организаций – 7,6 млрд руб. (в т.ч. в банках-нерезидентах 1 млрд руб.). На наш взгляд, при определении объема активов банка более правильно исключать данный всплеск притока средств, то есть фактически активы банка на конец года составляли порядка 38 млрд руб.

Кредитный портфель банка (gross) на начало текущего года был 22 млрд руб., при этом доля просроченной задолженности сохраняется на уровне меньше 1% (0,9% на 1 января 2011 года и 0,2% на 1 января 2012 года). Отметим, что если в фондировании основную роль играет строительная отрасль, то в активах - предприятия торговли, на которые приходилось порядка 60% кредитного портфеля (на начало прошлого года - дата последней отчетности по МСФО). Таким образом, мы наблюдаем низкую отраслевую диверсификацию средств по обе стороны баланса банка.

По итогам 2011 года НОТА-Банк получил прибыль в размере 1,3 млрд руб., то есть рентабельность активов составила достаточно высокие 3,1%. Получаемая прибыль позитивно влияет на капитал эмитента, который на конец прошлого года был на уровне 5,1 млрд руб. В результате, даже несмотря на рост активов в декабре прошлого года, Н1 на 1 января 2012 года составил 12,92%.

Отметим, что у дебютного займа достаточно интересных альтернатив на рынке: это касается и вторичного рынка (Ренессанс Кредит, ТКС-Банк), и первичного (Татфондбанк БО-04). На фоне текущего уровня доходностей (см. карту рынка) бумаги НОТА-банка смотрятся, на наш взгляд, неинтересными и по верхней границе предложенного диапазона.

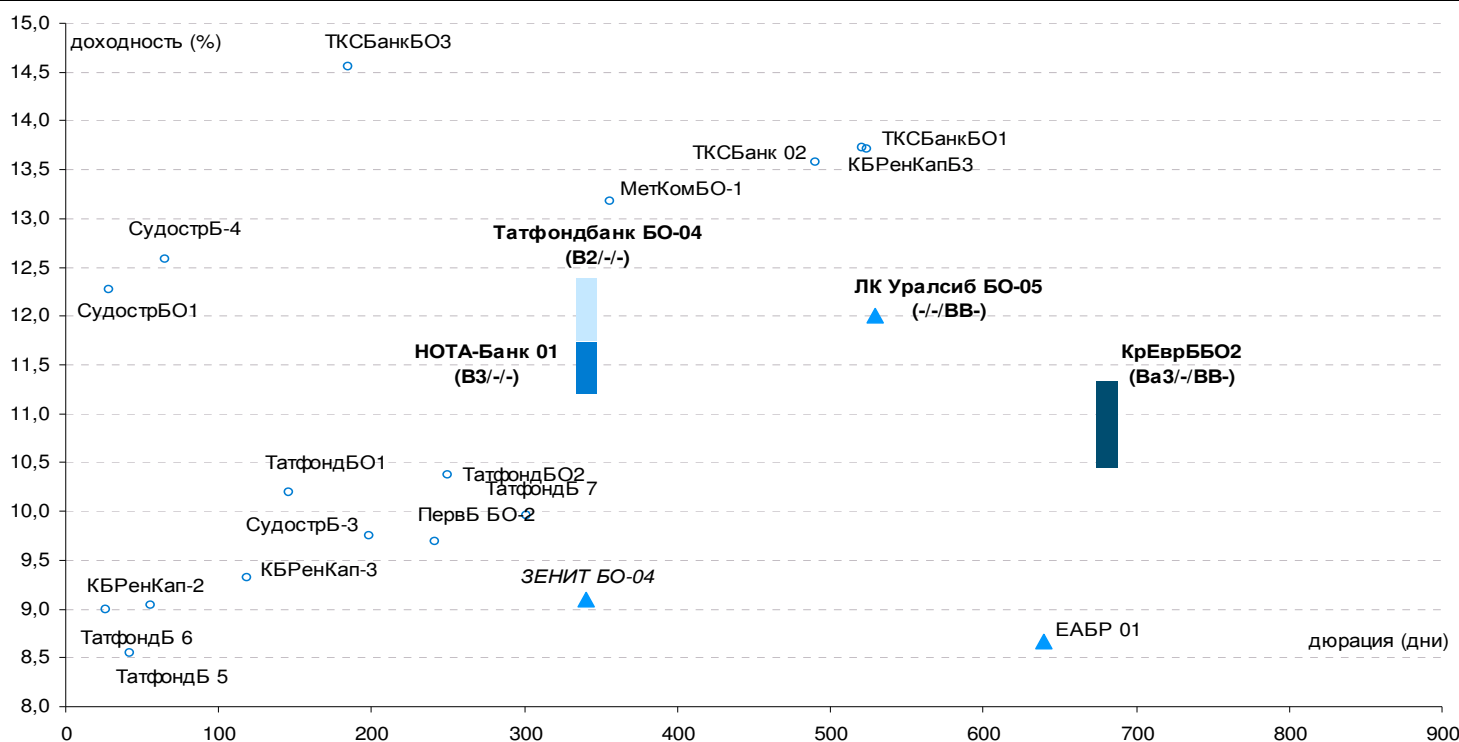
Показатели НОТА-Банка по РСБУ

млн руб.	1 янв 11	1 апр 11	1 июл 11	1 окт 11	1 ноя 11	1 дек 11	1 янв 12
Активы	31 023	33 552	32 838	33 147	33 884	35 992	52 021
Денежные средства и драгметаллы	190	280	311	443	446	334	444
Доля в активах	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
МБК (размещенные средства)	12 408	7 576	5 861	5 538	4 471	4 989	21 402
МБК в активах	40,0%	22,6%	17,8%	16,7%	13,2%	13,9%	41,1%
Кредитный портфель (gross)	12 084	14 237	19 318	19 634	21 529	22 654	22 075
Уровень просрочки	0,9%	0,9%	0,7%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Покрытие просрочки резервами	649,4%	372,5%	406,4%	919,8%	1007,2%	884,0%	948,2%
Кредиты физлиц	1,8%	1,5%	1,1%	1,7%	0,9%	0,9%	0,9%
Кредиты/Клиентские средства	49,6%	58,4%	82,5%	88,0%	96,8%	98,4%	50,4%
Доля в активах	36,6%	40,9%	57,2%	57,9%	62,1%	61,6%	41,6%
Операции с ценными бумагами	5 891	10 185	6 212	5 832	5 492	5 501	7 004
Облигации	4 755	9 101	5 258	4 774	4 469	4 533	6 057
Доля в активах	19,0%	30,4%	18,9%	17,6%	16,2%	15,3%	13,5%
Капитал*	2 195	2 222	2 751	2 751	2 751	2 742	2 638
Доля в активах	7,1%	6,6%	8,4%	8,3%	8,1%	7,6%	5,1%
МБК (привлеченные средства)	2 126	3 460	3 578	2 868	3 060	4 207	536
Кредиты ЦБ	0	0	0	0	0	0	0
Кредиты ЦБ в Пассивах	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Средства клиентов, в т.ч.	16 389	16 844	15 340	12 248	10 685	12 226	21 740
Депозиты, в т.ч.	7 978	7 541	8 083	10 067	11 552	10 785	22 069
юридических лиц	7 265	6 677	6 576	8 301	9 762	9 032	20 217
физических лиц	712	864	1 507	1 766	1 790	1 753	1 853
доля депозитов в пассивах	25,7%	22,5%	24,6%	30,4%	34,1%	30,0%	42,4%
Прочие привлеченные средства	363	363	363	833	833	833	1 283
Выпущенные ценные бумаги	1 162	1 536	1 856	2 615	2 968	2 604	2 268
Облигации	0	0	0	0	0	0	0
Балансовая прибыль	578	477	639	822	909	1 015	1 300

* первый раздел 101 формы

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Распределение доходностей бумаг эмитентов финансового сектора, текущие размещения



Елена Федоткова

Tele2 Russia: хорошие результаты за 2011 г.

Оператор показал двузначный рост выручки при хороших операционных результатах, прибыльность бизнеса заметно возросла. Первичное предложение облигаций Теле2-Санкт-Петербург выглядит интересным уже по нижней границе индикатива.

Событие. Вчера российское подразделение шведской Tele2 AB представило позитивные операционные и выборочные финансовые результаты за 2011 г.

Комментарий. Выручка компании за 2011 г. продемонстрировала двузначный рост на 21,5% до 51,9 млрд руб., показатель EBITDA – на 35,3% до 20,3 млрд руб. Добиться таких результатов удалось за счет хороших операционных показателей: абонентская база за минувший год расширилась на 11,9% до 20,6 млн, ARPU прибавил 2,3% до 221 руб., MOU – 4,3% до 241 мин. В отчетном периоде оператор показал довольно внушительный рост прибыльности бизнеса, при этом работая в формате «дискаунтер»: рентабельность EBITDA увеличилась на 4 п.п. до 39,1%. Безусловно, этому способствовал жесткий внутренний контроль за издержками, а также «созревание» новых для оператора регионов присутствия. Смена в 4 кв. стратегии поведения на рынке, а именно выход из гонки за новыми подключениями и концентрация на качества абонентской базы (как поступило большинство игроков), скорее всего, также начала приносить свои плоды.

Что касается долговой нагрузки, то компания ее не раскрывает, но по итогам 9 мес. 2011 г., по нашим оценкам, соотношение Чистый долг/EBITDA находилось на комфортном уровне – около 1,4х и укладывалось в диапазон 1,25-1,75х (Чистый долг/EBITDA), которого намерен придерживаться менеджмент Теле2.

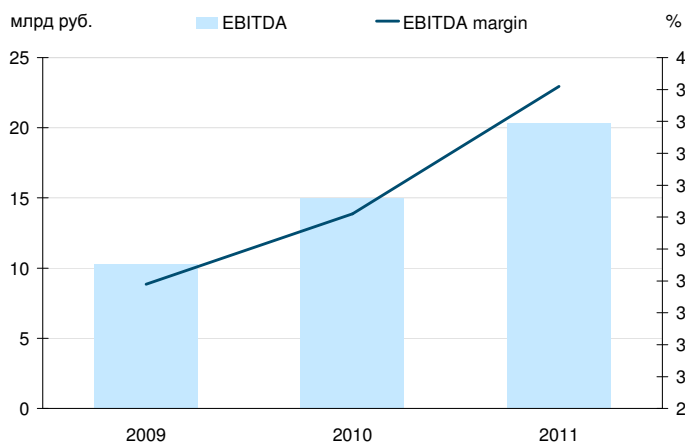
Отметим, что в настоящее время оператор находится в процессе размещения своих рублевых облигаций Теле2-Санкт-Петербург и не исключено, что позитивные итоги 2011 г. поспособствуют его положительному исходу. В свою очередь, вчера должен был завершиться сбор заявок по выпуску серии 05 объемом 4 млрд руб., который предлагал, на наш взгляд, довольно привлекательный (уже по нижней границе) индикатив доходности 9,4-9,9% годовых к оферте через 2 года. Вероятно, первичное предложение встретило высокий интерес у инвесторов и оператор открыл книгу заявок еще на один заем серии 04 объемом 3 млрд руб. (закрытие 8 февраля).

Наш комментарий к первичному предложению Tele2 Russia:

http://www.nomos.ru/upload/iblock/a13/NOMOS_daily_debt_markets_01_02_2012.pdf

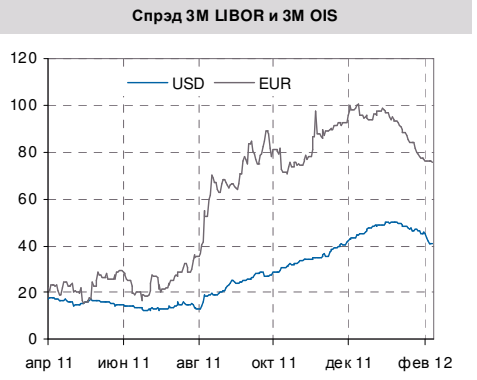
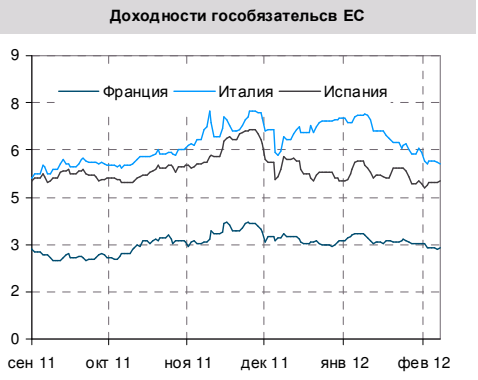
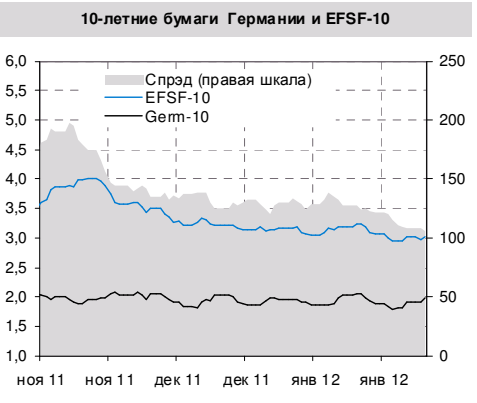
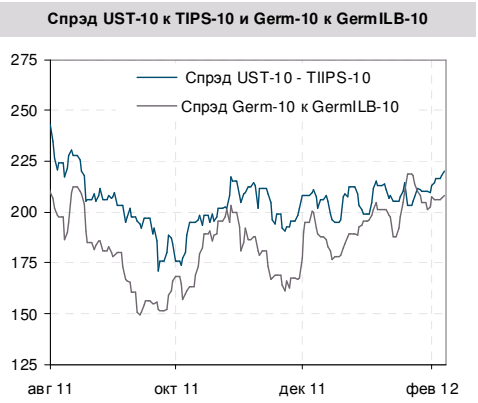
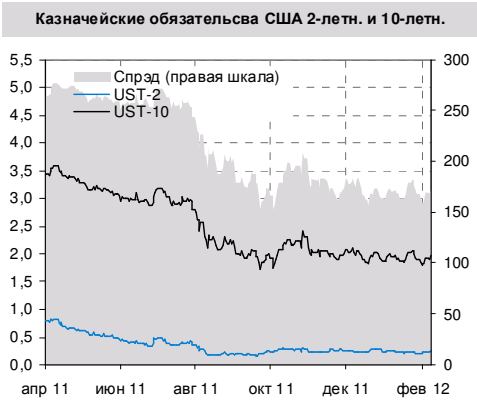
Динамика финансовых (МСФО) и операционных показателей Tele2 Russia

Финансовые показатели			
млрд руб.	2011	2010	Изм. %
Выручка	51,9	42,7	21,5
EBITDA	20,3	15,0	35,3
Рентабельность EBITDA	39,1%	35,1%	4.0 п.п.
CAPEX	7,6	6,6	15,2
Операционные показатели			
Абонентская база, млн	20,6	18,4	11,9
ARPU, руб.	221	216	2,3
MOU, мин	241	231	4,3

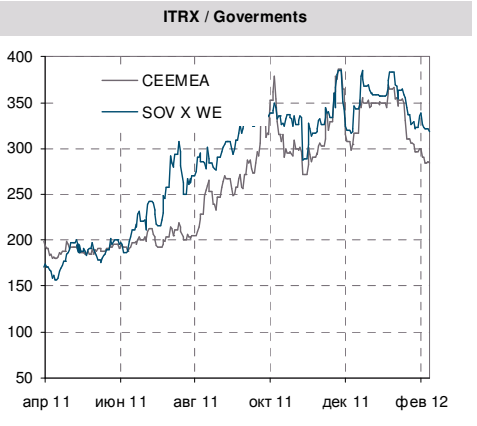
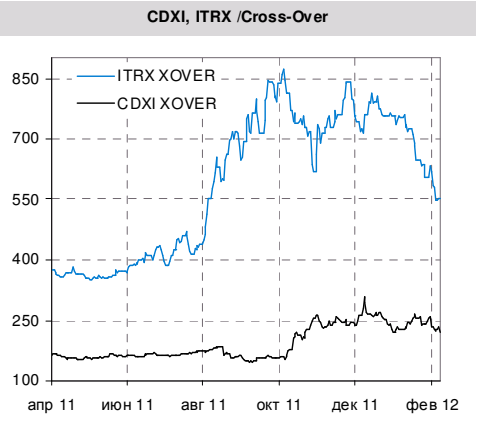
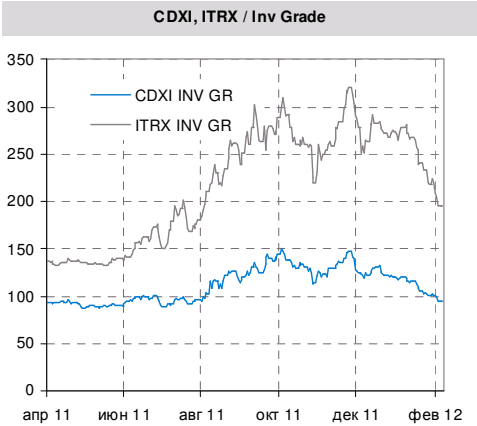


Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа
Александр Полюттов

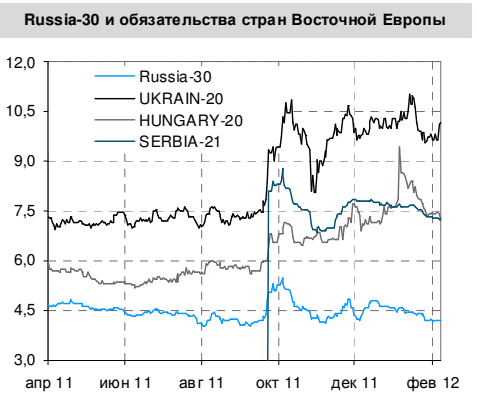
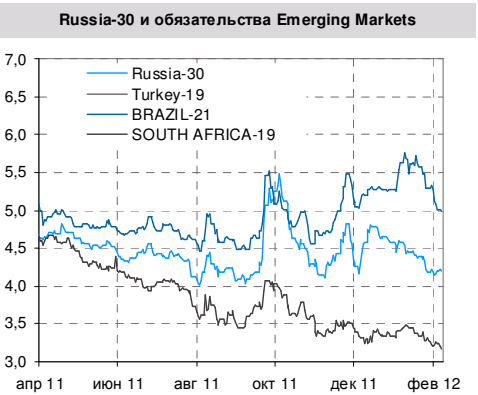
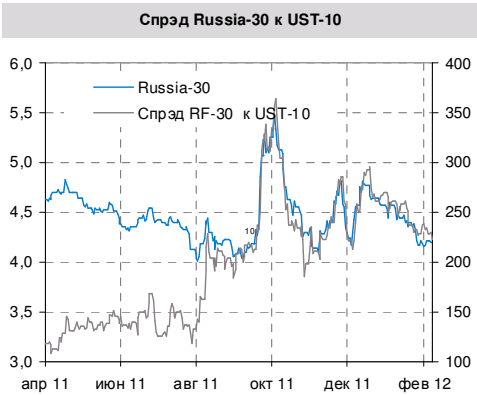
ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ



ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

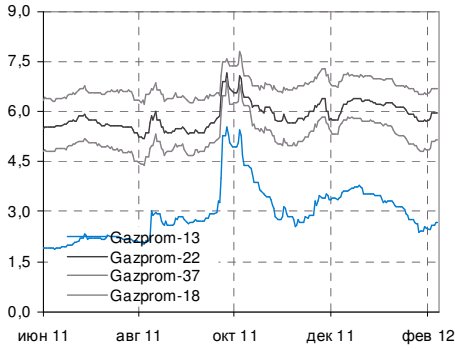


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

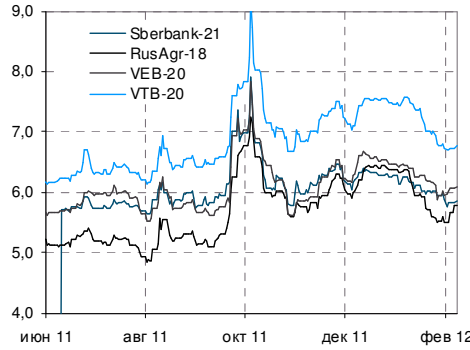


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

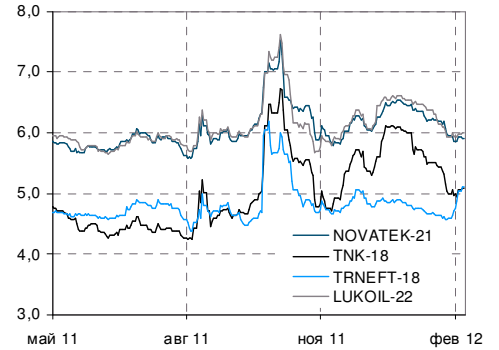
Еврооблигации Газпрома



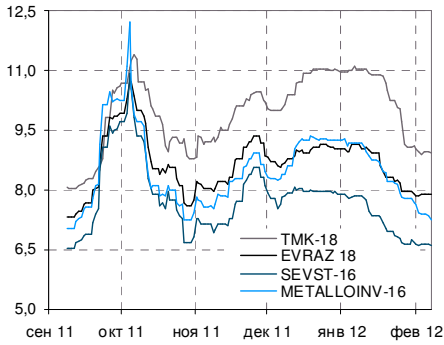
Евробонды госбанков



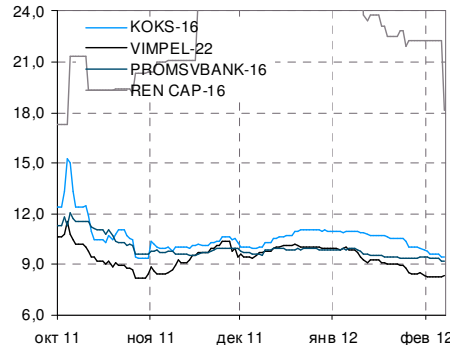
Еврооблигации нефтегазового сектора



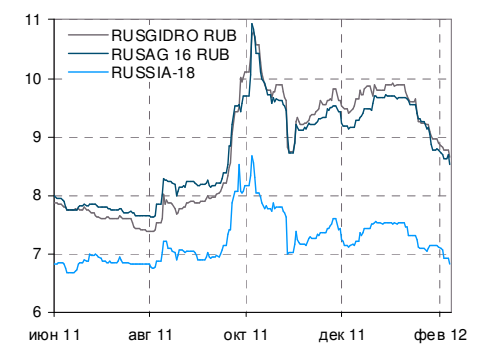
Еврооблигации металлургического сектора



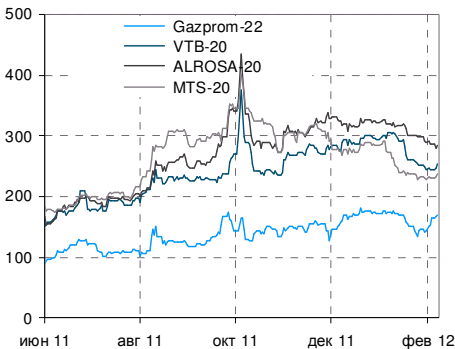
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



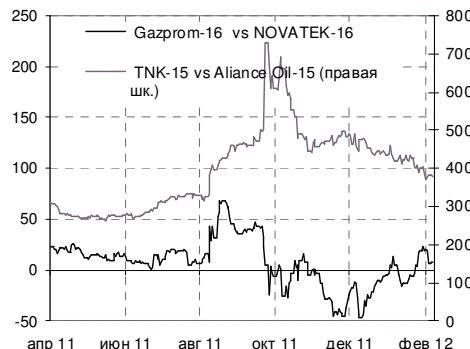
Еврооблигации, номинированные в рублях



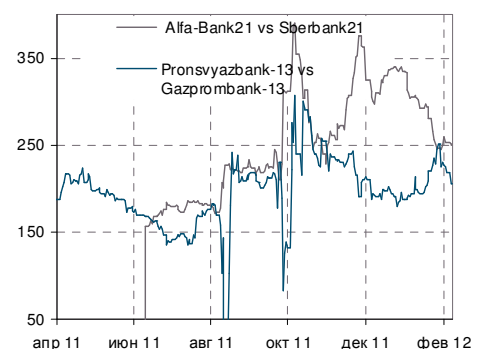
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

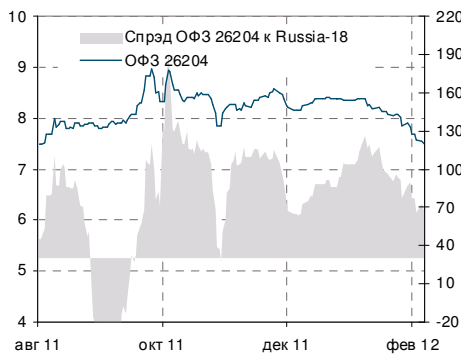


Спрэды в банковском секторе

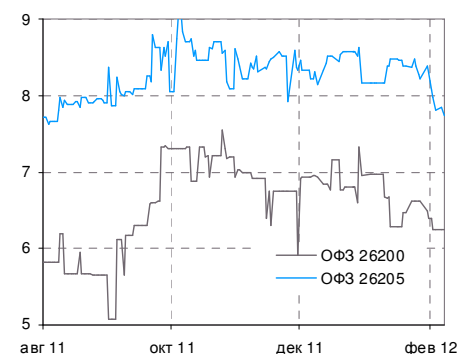


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

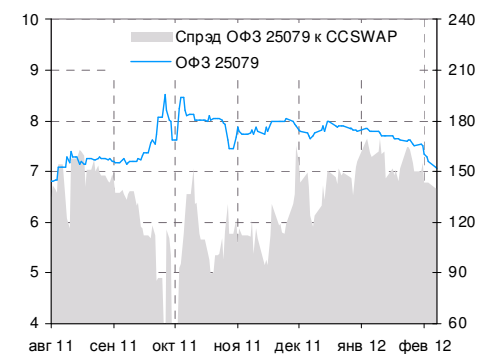
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

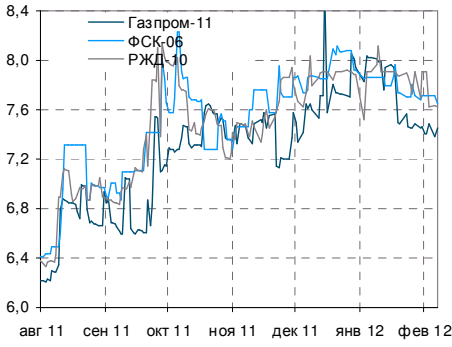


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

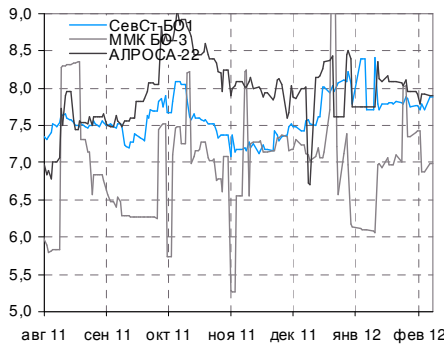


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

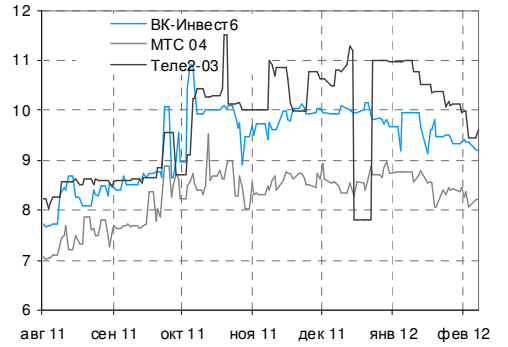
Доходности российских монополий



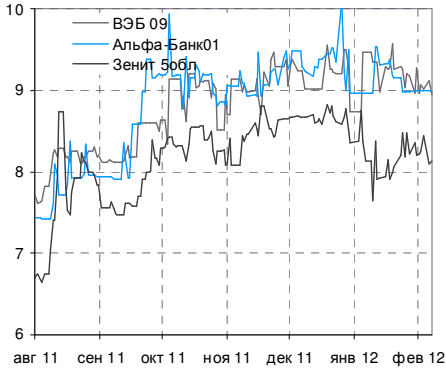
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



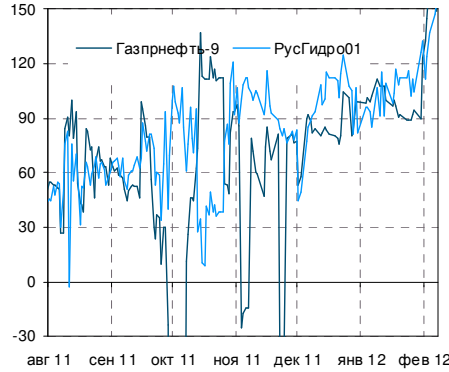
Доходности "Телекоммуникации"



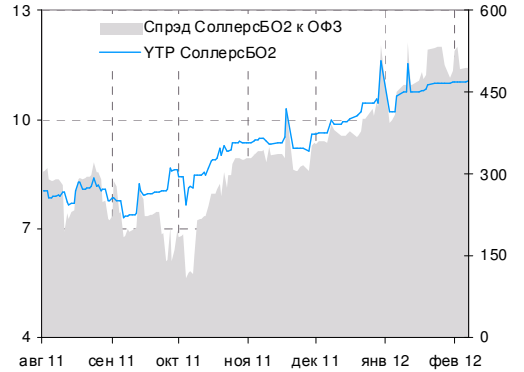
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

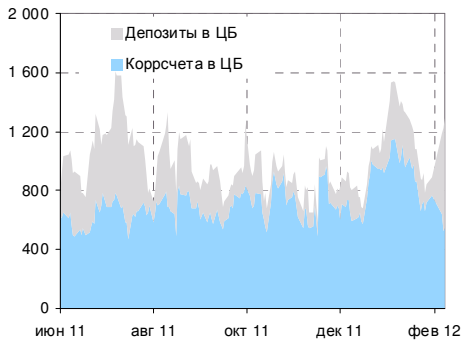


Облигации с текущей доходностью выше 10%

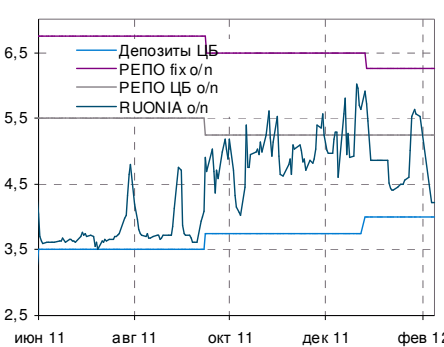


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Динамика депозитов и остатков на кор. счетах



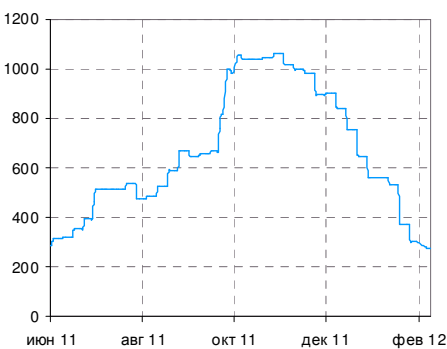
Динамика ставок денежного рынка



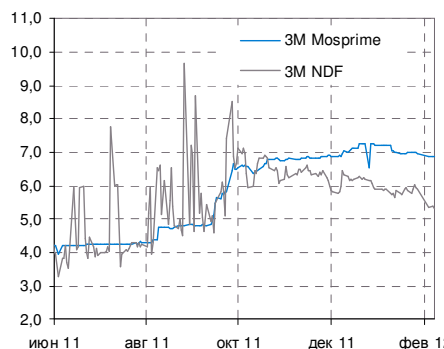
Динамика объемов и ставок РЕПО (o/n)



Динамика задолженности по депозитам Минфина



3М 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 исключительно 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.