

Долговые и денежные рынки
10 апреля 2012 г.

Конъюнктура рынков

Внешние рынки

В понедельник в Европе продолжались пасхальные каникулы, а в США, «возвращение» к торгам проходило при довольно неоднородных настроениях. Фокус общего внимания сместился на азиатские площадки, где продолжается поток макроданных из Китая, а Банк Японии обозначил ключевые аспекты своей монетарной политики на ближайшую перспективу.

Российские еврооблигации

В понедельник в сегменте российских евробондов фактически продолжались выходные, однако, несмотря на отсутствие сделок, ценовая динамика сформировалась смешанной. Не обошлось без влияния внешних настроений, в большей степени концентрирующихся на менее рискованных активах. К тому же не добавляет оптимизма факт небольшого «отката» вниз нефтяных котировок.

Рублевые облигации

Рублевые облигации не представляют повышенного интереса для инвесторов – поиск возможностей для фиксации остается преобладающей торговой стратегией. Поток первичного предложения сохраняется достаточно насыщенным, при этом все очевиднее проявляется необходимость наличия премии ко вторичному рынку для обеспечения спроса.

FX/Rates

Локальный валютный рынок в ходе вчерашних торгов продолжал дрейфовать в отсутствие внешних ориентиров.

Наши ожидания

Европейские площадки, как мы полагаем, предпримут попытку отыграть негативные новости, которые выходили во время «пасхальных каникул», при этом каких-либо серьезных препятствий этому не наблюдается. Из сегодняшних европейских макроданных выделим публикацию индекса доверия инвесторов по ЕС, однако при позитивной динамике его влияния, очевидно, будет недостаточно.

В части российских еврооблигаций наш прогноз на сегодняшний день также пессимистичен – не ощущается и традиционной поддержки сырьевого сегмента.

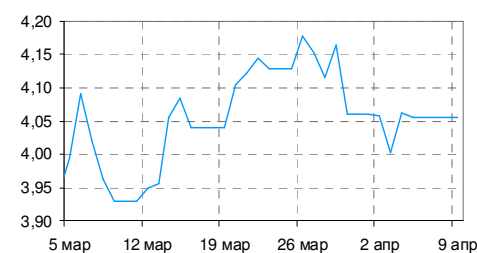
В рублевых бумагах торговая сессия, повторяя динамику прошедших дней, также будет складываться без четкого курса, хотя давление продавцов на выпуски длинной дюрации, как мы ожидаем, сохранится.

Сегодня, на наш взгляд, национальная валюта останется в рамках широкого коридора, без четко выраженного тренда. Подобная ситуация может сохраниться до появления сигналов с международных валютных площадок.

Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	4,06	0
CDS России	192	0
MOSPRIME o/n	4,66	-12
NDF 3M	5,47	0
	значение	изм
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	528,0	-191
Остатки на депозитах, млрд руб.	368,7	223
Доллар / рубль (ЦБ), руб	29,64	0,08
Корзина (ЦБ), руб	33,81	0,11

Динамика доходности Russia-30



Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3M	0,47	0,0
ERIBOR 3M	0,77	0,0
EUR/USD	1,31	
UST-10	2,05	-1
Германия-10	1,73	0
EFSF-10	2,78	0
Италия - 10	5,44	0
Испания - 10	5,74	0
Португалия-10	11,95	0
CDS 5Y Ирландия	580	1
CDS 5Y Португалия	1110	6
CDS 5Y Италия	418	0
CDS 5Y Испания	464	1

Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	639,1	3
iTRAXX CEEMEA 5Y	276,2	1
iTRAXX SOVX WE 5Y	272,8	0

Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 26205	7,92	3
ОФЗ 25077	7,22	-2
Газпром-11	7,21	24
РЖД-10	7,25	-14
ФСК-6	7,46	-8
РусГидро-1	8,30	-2
МТС-04	7,96	-5
Вк-Инвест6	8,89	-2
Северсталь-БО1	7,50	-25
ВЭБ-09	8,86	-12
Альфа-Банк01	8,86	-4

Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	6,96	2
Gazprom-37	6,28	-3
Sberbank-21	5,60	-4
AlfaBank-21	8,08	-3
Evraz-18	7,60	-2
Vimpel-22	8,06	-2
TNK-BP-18	4,58	-5

Главные новости

ЦБ повысил ставку по депозитам сроком на 7 дней, а также внес изменения в систему инструментов денежно-кредитной политики.

Банк России сузил спрэд между инструментами по предоставлению и абсорбированию ликвидности. Кроме того, начиная с 17 апреля, будет принимать решения «давать или забирать» ресурсы в зависимости от рыночной конъюнктуры, выступая в роли маркет-мейкера денежного рынка, однако выбирая лишь одно направление.

Газпромбанк (Ваа3/ВВ+/-) – итоги 2011 года по МСФО.

Вполне положительные итоги за прошлый год, хотя маржинальность деятельности банка все еще остается ниже уровня, демонстрируемого другими крупными банками. Эмитент «расчистил» активы в 2010 году, и сейчас структура прибыли выглядит более «естественно». Качество портфеля высокое. Среди рублевых выпусков банка наиболее интересно смотрится недавно размещенный заем БО-03, не вошедший однако еще в перечень РЕПО с ЦБ.

Tele2 Russia вновь предлагает бонды – интересно по нижней границе.

Предложение облигаций, учитывая устойчивое кредитное качество оператора, на фоне собственных облигаций и бумаг конкурентов представляет интерес уже от нижней границы индикатива.

Ленэнерго (Ва2/-/-) – новое предложение.

Предложение Ленэнерго несет премию к историческую спрэду к ФСК, однако наличие более доходных альтернатив на первичном рынке делает участие в размещении интересным ближе к верхней границе.

Магнит: операционные результаты 1 кв. 2012 г.

Несмотря на замедление темпов роста выручки Магнита, ее динамика остается довольно высокой благодаря активному расширению сети и росту сопоставимых продаж. Гипермаркеты набирают обороты, увеличивая вклад в общие продажи сети.

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

В понедельник в Европе продолжались пасхальные каникулы, а в США, «возвращение» к торгам проходило при довольно неоднородных настроениях. Фокус общего внимания сместился на азиатские площадки, где продолжается поток макроданных из Китая, а Банк Японии обозначил ключевые аспекты своей монетарной политики на ближайшую перспективу.

Для американских площадок, которые вернулись в рабочий режим раньше Европы, вчерашний день сложился весьма неоднородно. С одной стороны, попытки инвесторов отыграть последнюю негативную статистику были серьезным триггером для sale-off в рискованных активах и новой волны «бегства в качество». С другой – приобрели «право на существование», а после вчерашнего выступления Б. Бернанке на очередной ежегодной конференции по финансовым рынкам отчасти «укрепились» ожидания того, что при текущем состоянии экономики, которая, как заявил глава ФРС, «далека от восстановления» есть шансы на продолжение стимулирующих мер. В результате, спекулятивные настроения в отношении рисков не исчезли окончательно, хотя фондовые площадки завершили день «в минусе», а спрос на «защитные» UST имел место.

Обращает на себя внимание также и факт того, что наличие спроса на treasuries не стало драйвером заметного снижения доходностей. Не исключено, что здесь проявились ожидания возможного притока нового предложения, в частности, запланированного на среду и четверг «возвращения» в рынок ранее выкупленных 10-летних и 30-летних UST в объеме 21 млрд долл. и 13 млрд долл. соответственно.

Отсутствие новостей из Европы с лихвой компенсирует новостной поток из Китая и Японии. Что касается «Поднебесной», то здесь опасения возможного продолжения усиления инфляции формируют ожидания ужесточения Банком Китая монетарной политики. Вместе с тем, пока беспокойства выглядят преждевременными в силу достаточно сильных предварительных данных по ВВП за 1 квартал текущего года (8,4% в годовом выражении) и положительного сальдо торгового баланса за март (5,4 млрд долл. при ожидании дефицита в 2,2 млрд долл.). Однако до конца недели еще появятся отчеты по розничным продажам и финальные показатели по ВВП, и тогда можно будет делать выводы.

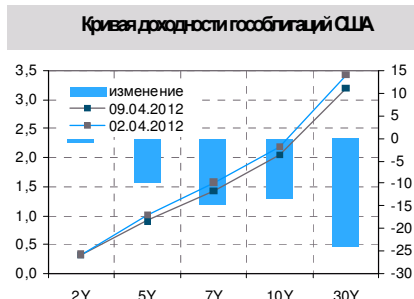
Внимание к монетарной политике Японии, озвученной сегодня, также повышенное, но поскольку она не отразила каких-либо дополнительных стимулирующих мер, это стало поводом для разочарования инвесторов.

В первый рабочий день текущей недели на международном валютном рынке наблюдалась низкая активность. Отсутствие основных участников торгов способствовало сохранению уровней, достигнутых еще на прошлой неделе. Пара EUR/USD находилась в диапазоне 1,3049-1,31x. Новость о том, что правительство Испании готово сократить бюджетные траты на 10 млрд евро, урезав программу здравоохранения, и за счет этого к 2013 году соотношение дефицита к ВВП будет доведено до 3%, пробудила у инвесторов спрос на рискованные активы. По итогам дня пара EUR/USD составила 1,3107x. Сегодня, на наш взгляд, интенсивность торгов должна возрасти, а это может привести к очередной попытке европейской валюты продемонстрировать укрепление.

*Ольга Ефремова
Алексей Егоров*

Российские еврооблигации

В понедельник в сегменте российских евробондов фактически продолжались выходные, однако, несмотря на отсутствие сделок, ценовая динамика сформировалась смешанной. Не обошлось без влияния внешних настроений, в большей степени концентрирующихся на менее



рисковых активах. К тому же не добавляет оптимизма факт небольшого «отката» вниз нефтяных котировок.

В российских еврооблигациях понедельник характеризовался отсутствием торговой активности. Как показывает практика, все-таки динамику рынка в большей степени задают европейские инвесторы. Вместе с тем, негативного давления, распространявшегося с американских площадок, не удалось избежать. Отрицательная ценовая динамика проявилась в российских суверенных бондах, в частности, выпусках Russia-30 и Russia-42.

При этом спред Russia-30 к UST-10 оставался на уровне, сформировавшемся еще в прошлый четверг (после того, как расширился на 13 б.п.) – 200 б.п. Российский 5-летний CDS пока остается на уровне 193 б.п.

Вместе с тем, есть достаточно обоснованные опасения, что сегодня с началом торгов после праздников европейские инвесторы могут усилить свое осторожное отношение к рисковому активам и давление на российские евробонды увеличится.

Ольга Ефремова

Рублевые облигации

Рублевые облигации не представляют повышенного интереса для инвесторов – поиск возможностей для фиксации остается преобладающей торговой стратегией. Поток первичного предложения сохраняется достаточно насыщенным, при этом все очевиднее проявляется необходимость наличия премии ко вторичному рынку для обеспечения спроса.

Новая неделя началась для локального долгового рынка без позитива. Решение ЦБ оставить базовые ставки без изменения, повысив лишь до 4,75% ставку по 1-недельным депозитным аукционам, было воспринято достаточно ровно, упрочив понимание того, что стоимость фондирования в ближайшей перспективе будет сохраняться на уровнях, близких к текущим. В то же время стремление регулятора снизить волатильность денежного рынка, на наш взгляд, может нести определенный «защитный» эффект для инвесторов в рублевые активы, поскольку придаст более регулируемый вид потокам ликвидности, препятствуя критическому росту ставок в период налоговых выплат. Таким образом, на наш взгляд, можно будет ограничить давление на доходности и в период налоговых платежей.

Вчера рублевые бумаги довольно явно разделяли общие негативные настроения. В сегменте ОФЗ продолжались продажи, особенно на дюрации более 3 лет – выпуски 26204, 26206, 26207 и 26205 потеряли за день от 15 до 30 б.п.

В негосударственных выпусках слабее остальных выглядели бумаги ГазКапитал03, Газпром нефть-10, ММК-БО6, ВТБ-БО7, ТКС-БанкБО1, ТКС-Банк2, а также биржевые облигации Промсвязьбанка, особенно серий 02 и 03. В среднем снижение котировок составляло от 10 до 25 б.п.

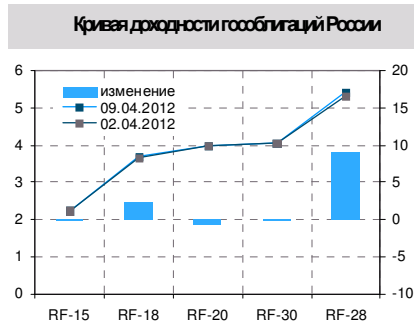
Продолжается поток первичного предложения – к общему списку присоединился и Связь-Банк, однако при текущем рыночном настроении, как мы полагаем, привлечь инвесторов к размещению способно лишь наличие премии ко вторичному рынку.

Ольга Ефремова

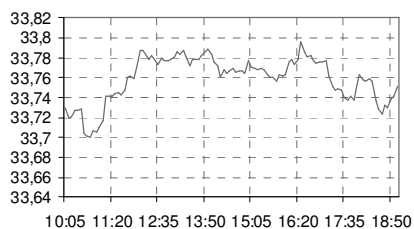
Forex/Rates

Локальный валютный рынок в ходе вчерашних торгов продолжал дрейфовать в отсутствие внешних ориентиров.

Пасхальные праздники, начавшиеся в пятницу, резко сократили число участников международного валютного рынка и снизили волатильность пары EUR/USD. На фоне этого локальные инвесторы, как и в конце



Динамика бивалютной корзины



прошлой недели, были полностью лишены одного из важнейших индикаторов. Стоимость бивалютной корзины в ходе вчерашних торгов удерживалась в диапазоне 33,7-33,8 руб., а курс доллара 29,6-29,7 руб. При этом, реакция локального рынка на восстановление спроса на европейскую валюту на фоне заявлений премьер-министра Испании была вполне логичной и позволила рублю частично компенсировать дневное снижение.

Ликвидность банковской системы за вчерашний день увеличилась на 31,6 млрд руб., сумма остатков на счетах в ЦБ составила 896,7 млрд руб. Основной вклад был сделан за счет средств, привлеченных на аукционе прямого РЕПО сроком 1 год. Следует отметить, что участники рынка не проявили особого интереса к данному инструменту: из предложенных 500 млрд руб. востребованными оказались 28,57 млрд руб. Причиной нежелания привлекать данные ресурсы, скорее всего, являлась высокая стоимость (минимальная процентная ставка составляет 7,75%), а спрос формировался за счет кредитных организаций, испытывающих потребность в ликвидности и ограниченных в инструментах ее привлечения.

Алексей Егоров

Наши ожидания

Европейские площадки, как мы полагаем, предпримут попытку отыграть негативные новости, которые выходили во время «пасхальных каникул», при этом каких-либо серьезных препятствий этому не наблюдается. Из сегодняшних европейских макроданных выделим публикацию индекса доверия инвесторов по ЕС, однако при позитивной динамике его влияния, очевидно, будет недостаточно.

В части российских еврооблигаций наш прогноз на сегодняшний день также пессимистичен – не ощущается и традиционной поддержки сырьевого сегмента.

В рублевых бумагах торговая сессия, повторяя динамику прошедших дней, также будет складываться без четкого курса, хотя давление продавцов на выпуски длинной дюрации, как мы ожидаем, сохранится.

Сегодня, на наш взгляд, национальная валюта останется в рамках широкого коридора, без четко выраженного тренда. Подобная ситуация может сохраниться до появления сигналов с международных валютных площадок.

Ольга Ефремова
Алексей Егоров

Календарь событий

Долговой рынок

- 10 апреля Размещение: Мечел, БО-05, БО-06, БО-07, БО-11, БО-12
 Размещение: Татфондбанк, БО-05
 Размещение: Банк Интеза, 03
- 11 апреля Размещение: ОФЗ серии 26205 на 35,787 млрд руб.
- 12 апреля Размещение: Банк Зенит, БО-07
 Размещение: МЕТКОМБАНК (Ренова), 01

Внешний долговой рынок

- 10 апреля Размещение гособлигаций Австрии с погашением в 2017 и 2022 годах.
- 11 апреля Размещение векселей Италии
 Размещение 5-летних гособлигаций Германии на 5 млрд евро
- 12 апреля Размещение гособлигаций Италии с плавающей ставкой.

Макроэкономические события

- 11 апреля Публикация отчета «Бежевая книга» в США
- 12 апреля Публикация ежемесячного отчета ЕЦБ
 Промпроизводство в ЕС за февраль
 Публикация PPI в США за март
- 13 марта Отчет по промпроизводству в Китае в марте
 Публикация данных по ВВП Китая за 1 кв. 2012 года
 Публикация прогнозов по CPI Германии за март
 Публикация CPI США за март
 Данные по розничным продажам в Китае за март
 Прогнозный индекс потребительского доверия в США от Мичиганского университета за апрель

Корпоративные события

- 10 апреля Магнит, продажи за март 2012 г.
- 11 апреля X5, продажи за 1 кв. 2012 г.
- 12 апреля Детский мир, отчетность за 4 кв. и 2011 г. (US GAAP)
- Апрель Синергия, отчетность за 2011 г. (МСФО)

Денежный рынок

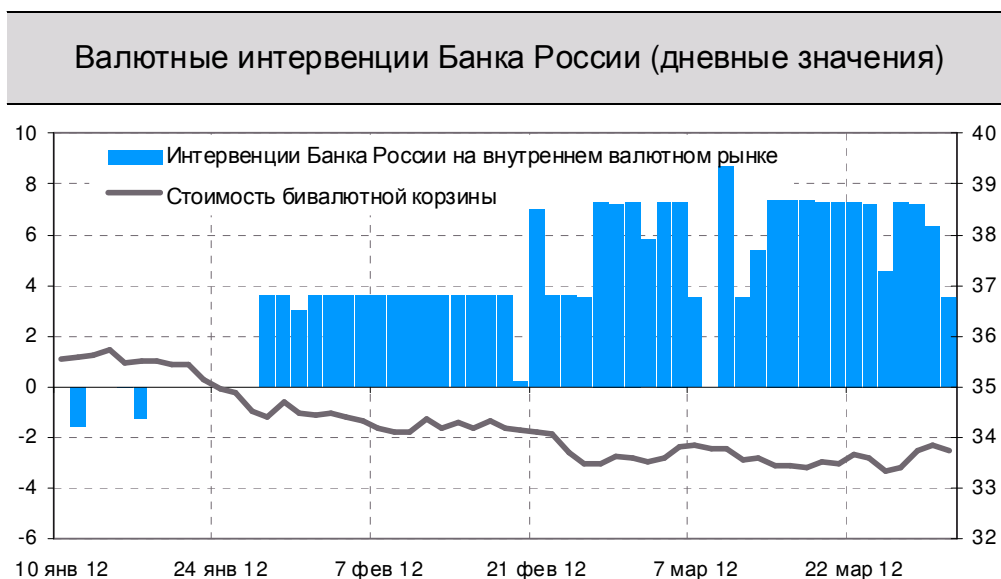
- 11 апреля Возврат Минфину 7 млрд руб. с депозитов (13 марта под 6,12%)
 Возврат Фонду ЖКХ 3,5 млрд руб. с депозитов (15 марта под 6,36%)

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Новости коротко

Макроновости

- **Фонд ЖКХ** проведет 11 апреля 2012 года на Санкт-Петербургской валютной бирже депозитные аукционы по размещению временно свободных средств на банковские депозиты в уполномоченных банках. К размещению будет предложено 1,3 млрд руб. сроком на 14 дней; 700 млн руб. сроком на 7 дней. Дата поступления средств - 11 апреля, дата возврата - 25 и 18 апреля соответственно
- Вчера **ЦБ** опубликовал **информацию о валютных интервенциях** на открытом рынке в марте. Согласно представленным материалам в прошлом месяце регулятор выкупил 3,927 млрд долл. (против 2,595 млрд долл. в феврале) и 262,47 млн евро (против 147,19 млн евро в феврале). Таким образом, интенсивность Банка России в марте была выше почти на 50%.



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Корпоративные новости

- **ОАО «АК «АЛРОСА»** сообщает, что в 1 квартале 2012 года реализовала алмазы и бриллианты на сумму около 1,2 млрд долл. Для сравнения: в январе-марте 2011 года продажи АЛРОСы составляли около 950 млн долл. Компания отмечает умеренный рост цены на алмазное сырье с перспективой его сохранения во 2 квартале текущего года. /www.alrosa.ru/
- Чистая прибыль **ОАО «Нижнекамскнефтехим»** за 2011 год по МСФО увеличилась на 88,8% по сравнению с предыдущим годом и составила 16,8 млрд руб. (за 2010 год - 8,9 млрд руб.). Консолидированная выручка от реализации за 2011 год увеличилась на 30,6% до 126 млрд руб. Активы Группы увеличились на 12 млрд. руб. или на 20,8% по сравнению с концом 2010 года и составили 69,9 млрд руб. При этом объем задолженности по кредитам и займам Группы сократился на 2,9 млрд руб. – до 11,1 млрд руб. на конец 2011 года.
- Компания **Синергия** сообщила, что фактические отгрузки собственной алкогольной продукции за 1 квартал 2012 года составили 2 ,717 млн декалитров, что на 13% больше в сравнении с аналогичным периодом 2011 года. /www.sygroup.ru/

Долговые рынки

- **ОАО «Акрон»** 6 апреля текущего года осуществил досрочное погашение облигаций серии 02 в количестве 15 тыс. штук (на 15 млн руб.), облигаций серии 04 в количестве 24,999 тыс. штук (на 24,999 млн руб.) и облигаций серии 05 в количестве 100,046 тыс. штук (на 100,046 млн руб.). Право требовать досрочного погашения ценных бумаг возникло у их владельцев в результате принятого общим собранием акционеров решения о реорганизации Акрона в форме присоединения к нему его дочернего общества ЗАО «Гранит».
- **ООО «Объединенные кондитеры-Финанс»** установило ставку 9-10 купонов по облигациям серии 02 объемом 3 млрд руб. на уровне 10,5% годовых, что

соответствует доходности 10,78% годовых к погашению через 1 год.

Главные новости

ЦБ повысил ставку по депозитам сроком на 7 дней, а также внес изменения в систему инструментов денежно-кредитной политики.

Банк России сузил спрэд между инструментами по предоставлению и абсорбированию ликвидности. Кроме того, начиная с 17 апреля, регулятор будет принимать решение «давать или забирать» ресурсы в зависимости от рыночной конъюнктуры, выступая в роли маркет-мейкера денежного рынка, выбирая лишь одно направление.

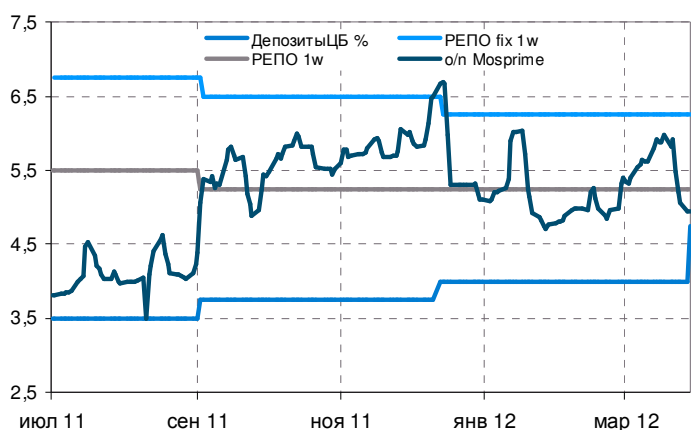
Событие. Совет директоров Банка России принял решение об установлении с 10 апреля 2012 года максимальной ставки по депозитным аукционам сроком на 1 неделю в размере 4,75% годовых. Кроме того, начиная с 17 апреля, Банк России намерен отказаться от безусловного проведения аукционов прямого РЕПО сроком на 1 неделю. Еженедельно по вторникам регулятор будет проводить операции на аукционной основе на срок 1 неделя только в одном направлении: либо по предоставлению денежных средств (аукцион прямого РЕПО и ломбардный кредитный аукцион), либо по абсорбированию ликвидности (депозитный аукцион).

Комментарий. Информация о том, что ЦБ собирается перейти на семидневные инструменты по предоставлению и абсорбированию ликвидности для банковской системы не является новостью для рынка. Так еще в прошлом году глава регулятора сообщал о желании использовать семидневное прямое РЕПО как базовый инструмент, с целью снижения волатильности ставок денежного рынка. Однако конец 2011 года и начало 2012 года с точки зрения конъюнктуры денежного рынка и общего состояния ликвидности банковской системы не позволяли приступить к решительным действиям. Кроме того, кредитные организации испытывали сильную зависимость от ресурсов Минфина, а каждый этап по возврату средств проявлялся в виде резкого роста процентных ставок. В настоящий момент банковская система уже привыкла к «перманентному» состоянию недостатка денежных средств, а относительно высокие ставки на МБК стали нормой. Первые шаги по переводу кредитных организаций на семидневное прямое РЕПО ЦБ предпринял еще на прошлой неделе, сократив лимит сроком на один день с 350 млрд руб. до 210 млрд руб., при этом объема ресурсов, предложенных на семь дней, было достаточно не только для рефинансирования имеющейся заложенности, но и для переноса части задолженности срочностью один день. Теперь регулятор сделал следующий шаг: сократил спрэд между максимальной депозитной ставкой и минимальной ставкой на аукционах прямого РЕПО. Кроме того, планируется в зависимости от конъюнктуры рынка ЦБ принимать решения о предоставлении либо абсорбировании ликвидности. На наш взгляд, ставка 4,75% по недельному депозиту выглядит довольно привлекательной для рынка, что может привести к переводу на данный инструмент большинство оперативных ресурсов с МБК и РЕПО, а это, в свою очередь, могло бы повысить стоимость фондирования для кредитных организаций через данные инструменты. Однако, основной расчет монетарных властей сделан именно на возможность выбора между сокращением ликвидности либо ее предоставлением, что позволит избежать резких «скачков» в изменении ставок денежного рынка.

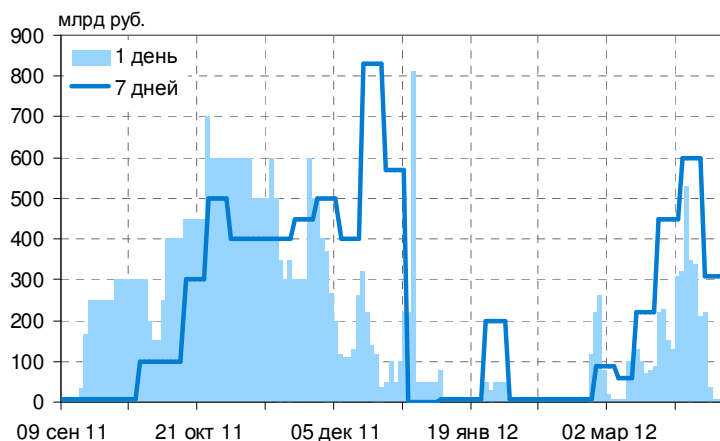
Мы полагаем, что снижение волатильности ставок денежного рынка позволит банковской системе стать более устойчивой. Кроме того, в случае нормального функционирования данного механизма, станет возможным немного сгладить колебания валютного рынка накануне налоговых выплат, позволяя банковской системе за счет перераспределения собственных ресурсов покрывать дефицит ликвидности.

Не исключено, что в будущем ЦБ может уравнивать ставки по предоставлению и абсорбированию ликвидности, выступая в роли маркет-мейкера денежного рынка, однако выбирая лишь одно направление.

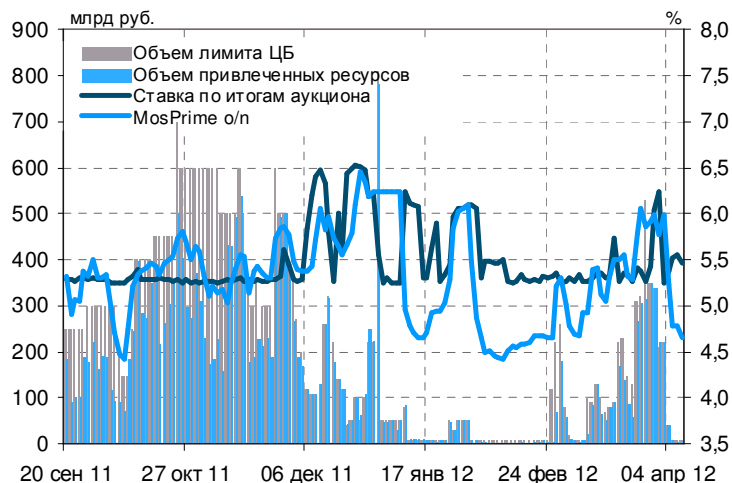
Структура ставок денежного рынка



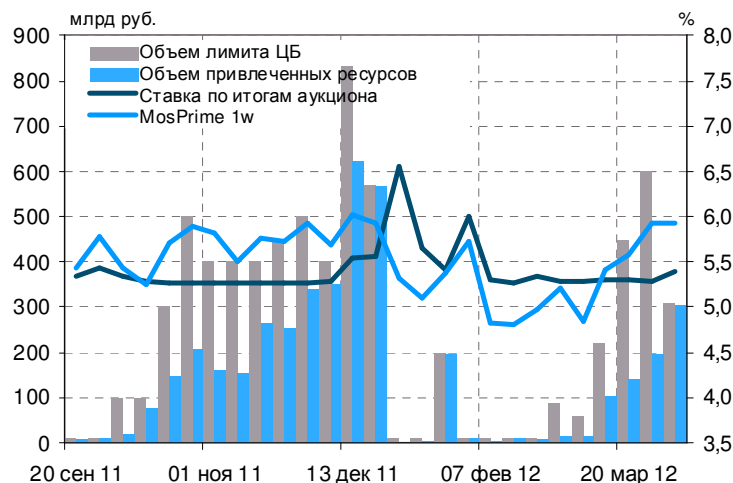
Объем лимитов ЦБ на аукционах прямого РЕПО сроком 1 и 7 дней



Структура спроса на однодневных аукционах прямого РЕПО с ЦБ и динамика ставок денежного рынка



Структура спроса на семидневных аукционах прямого РЕПО с ЦБ и динамика ставок денежного рынка



Источники: Банк России, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа
Егоров Алексей

Газпромбанк (ВааЗ/ВВ+/-) – итоги 2011 года по МСФО.

Вполне положительные итоги за прошлый год, хотя маржинальность деятельности банка все еще остается ниже уровня, демонстрируемого другими крупными банками. Эмитент «расчистил» активы в 2010 году, и сейчас структура прибыли выглядит более «естественно». Качество портфеля высокое. Среди рублевых выпусков банка наиболее интересно смотрится недавно размещенный заем БО-03, не вошедший однако еще в перечень РЕПО с ЦБ.

Событие. Газпромбанк представил инвесторам отчетность по МСФО за 2011 год.

Комментарий. Несмотря на то, что по итогам года банк получил меньший размер прибыли, тем не менее, итоги года мы оцениваем положительно. В первую очередь благодаря следующим фактам:

- **Нормализация структуры прибыли.** Отметим, что в 2010 году на величину прибыли банка заметное влияние оказывали разовые сделки, в частности: 23,3 млрд руб. эмитент заработал благодаря реализации ряда инвестиций в небанковские активы (51% ОАО «Сибнефтегаз», 27% ОАО «СИБУР Холдинг»), еще 37,7 млрд руб. ГПБ получил от прироста стоимости промышленных активов (Группа Сибур Холдинг, ОМЗ, Группа Газпром-Медиа и др.). То есть, по сути, непроцентные доходы преобладали в структуре прибыли Банка. С точки зрения распределения

прибыли по сегментам, на банковскую деятельность в 2010 году пришлось 43% прибыли эмитента, в 2011 году – более 100% (некоторые сегменты, например машиностроение, были убыточными). Таким образом, структура прибыли банка в прошлом году пришла к более характерному для финансового сектора виду.

- **Повышение рентабельности.** В 2011 году банк смог поднять маржинальность своей деятельности (NIM увеличилась с 2,5% до 3,6%), и хотя она остается заметно ниже по сравнению с другими крупными банками (Сбербанк, 6,4%, Промсвязьбанк – 5,5%, Банк ЗЕНИТ – 4,1%), тем не менее это позволило увеличить объем полученных чистых процентных доходов по сравнению с 2010 годом в 1,8 раза до 58 млрд руб. Прибыль хотя и сократилась на 38% с 66 млрд руб. до 41 млрд руб., однако финансовый результат от непрекращающейся деятельности вырос в 1,4 раза (с 29 млрд руб. до 41 млрд руб.). В результате, рентабельность капитала и активов (по прибыли от непрекращающейся деятельности) выросла до 17,1% и 2,0% соответственно (против 12,8% и 1,6% соответственно).
- **Рост диверсификации кредитного портфеля и его качества.** Отметим, что в отраслевой структуре корпоративного кредитного портфеля банка произошли некоторые изменения: из тройки лидеров «выпала» нефтехимическая отрасль - ее доля сократилась с 10,2% до 4,5%. Вместо нее вошла химическая отрасль - ее вклад вырос с 3,9% до 12,3%. И хотя первые два места по-прежнему сохраняются за металлургией и газовой отраслью, их доли сократились с 22,9% и 18,7% до 15,0% и 12,8% соответственно. Таким образом, мы можем наблюдать рост диверсификации портфеля. Также обращаем внимание на постепенно растущую долю кредитов физлицам – с 8,8% до 9,8% на конец 2011 года. При этом ГПБ удается сохранять высокое качество кредитного портфеля: NPL (90+) продолжает сокращаться – 3,9% на конец 2009 года, 2,1% на конец 2010 и 1,4% на конец отчетного периода. Хотя отчасти это могло быть следствием выше среднеотраслевых темпов роста портфеля – «+34%» за 2011 год до 1,5 трлн руб.

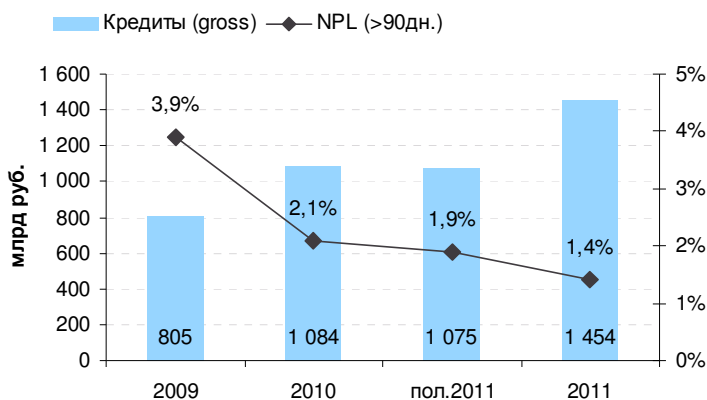
Среди бумаг Газпромбанка (Ваа3/ВВ+/-) наиболее интересным, на наш взгляд, смотрится заем серии БО-03, в силу его ликвидности и предоставляемой премии к госбанкам на уровне от 30 б.п. Повышенная премия обеспечена, по нашему мнению, еще и тем, что заем пока не входит в перечень прямого РЕПО с ЦБ (остальные бумаги включены в него с дисконтом 12,5%), поскольку выпуск был размещен только 1 февраля 2012 года.

Показатели Газпромбанка по МСФО

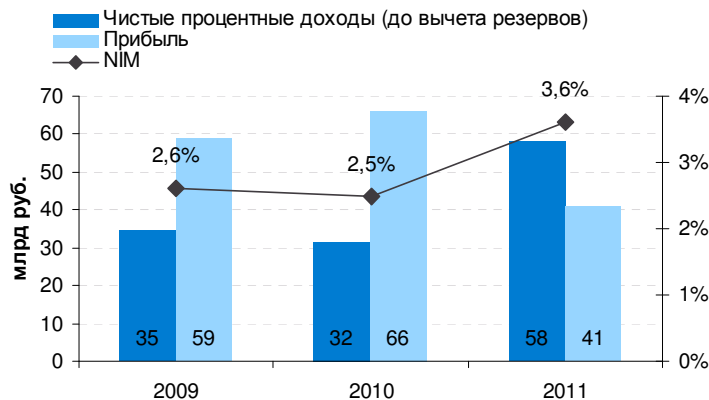
Показатели отчетности, млрд руб.	2009	2010	пол.2011	2011	2011 / 2010
Активы	1 741	1 952	1 985	2 478	27%
Кредиты (net)	749	1 033	1 022	1 396	35%
Кредиты (gross)	805	1 084	1 075	1 454	34%
доля в активах	43,0%	52,9%	51,5%	56,4%	---
NPL (>90дн.)	3,9%	2,1%	1,9%	1,4%	---
уровень резервов	6,9%	4,7%	4,9%	4,0%	---
Финансовые активы	182	230	257	260	13%
доля в активах	10,4%	11,8%	13,0%	10,5%	---
Средства клиентов	881	1 185	1 244	1 430	21%
доля в активах	50,6%	60,7%	62,6%	57,7%	---
Коэффициент достаточности общего капитала	14,8%	16,7%	17,3%	14,6%	-13%
Чистые процентные доходы (до вычета резервов)	35	32	28	58	83%
Прибыль	59	66	38	41	-38%
Качественные показатели деятельности	2009	2010	пол.2011	2011	Изменение в 2011 г.
ROE	36,4%	12,8%	32,3%	17,1%	4,3%
ROA	3,1%	1,6%	3,8%	2,0%	0,4%
C / I	18,9%	45,5%	31,8%	39,4%	-6,1%
NIM	2,6%	2,5%	3,5%	3,6%	1,1%

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Кредитный портфель Газпромбанка



Доходы Газпромбанка



Елена Федоткова

Tele2 Russia вновь предлагает бонды – интересно по нижней границе.

Предложение облигаций, учитывая устойчивое кредитное качество оператора, на фоне собственных облигаций и бумаг конкурентов представляет интерес уже от нижней границы индикатива.

Событие. ОАО «Теле2-Санкт-Петербург» (российское подразделение шведской Tele2 Group) планирует 12-13 апреля 2012 г. открыть книгу заявок на облигации серии 07 объемом 6 млрд руб. Ориентир ставки 1 купона облигаций установлен в диапазоне 9,25-9,50% годовых, что соответствует доходности 9,46-9,73% годовых к оферте через 3 года. Размещение облигаций на ММВБ предварительно запланировано на 17 апреля. По выпуску предусмотрено поручительство в виде оферты от Tele2 Russia Holding AB (имеется рейтинг от Fitch на уровне «BB+») и Tele2 Financial Services AB. Облигации удовлетворяют требованиям Ломбарда ЦБ.

Комментарий. Напомним, что в начале февраля 2012 г. оператор уже разместил два выпуска облигаций серий 04 и 05 общим объемом 7 млрд руб. с доходностью 9,1% годовых к оферте через 2 года. На прошлой неделе эти бумаги вышли на вторичный рынок, показав хороший рост котировок выше номинала (цена 100,55-100,58). По итогам вчерашней торговой сессии доходность облигаций серии 04 составила 8,72%/627 дн., а 05 – 8,74%/627 дн., что формирует спрэд к кривой ОФЗ порядка 190-200 б.п.

Кроме того, у компании в обращении находятся еще три более длинных по срочности выпуска серий 01, 02 и 03 (УТР 9,2-9,4%/1287 дн.), ликвидность которых в последнее время была весьма сдержанной. Тем не менее, доходности этих бондов дают спрэд к кривой ОФЗ около 220-240 б.п.

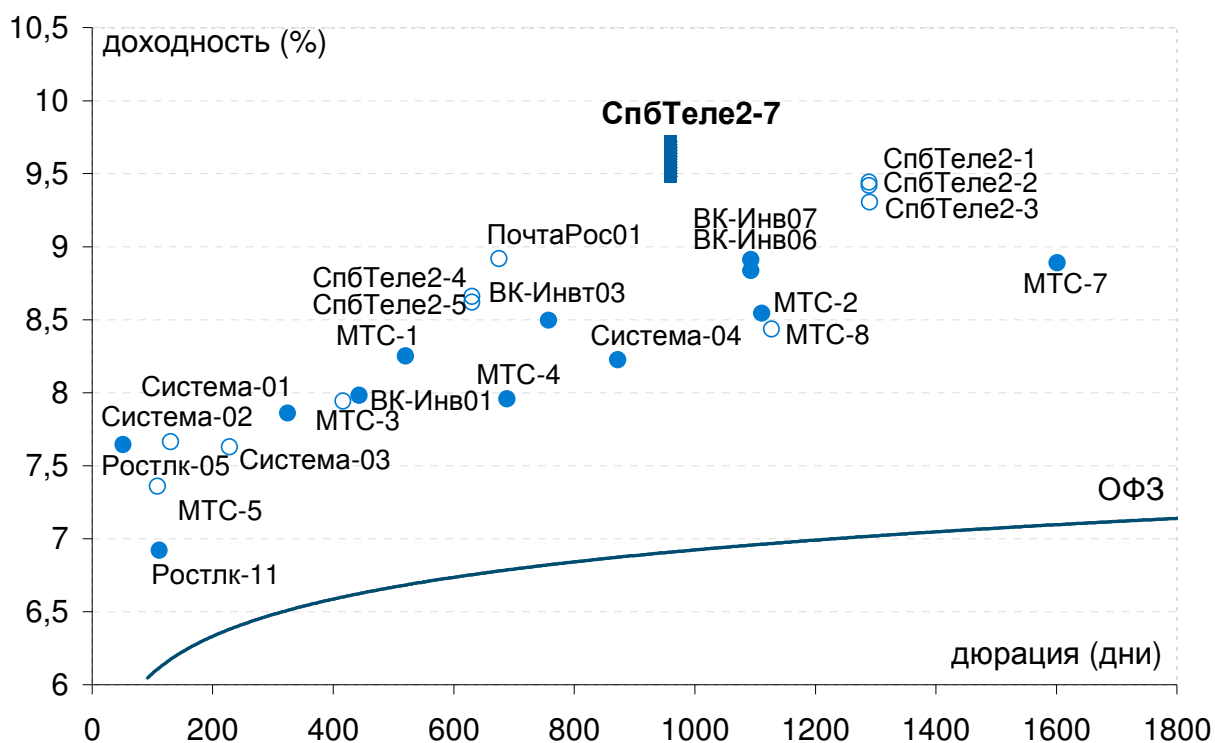
В свою очередь, новые облигации оператора серии 07 при обозначенном индикативе доходности предлагают более существенный спрэд к кривой ОФЗ – около 250-280 б.п., а также заметную премию к выпускам конкурентов как ВК-Инвест (Ва3/BB/-) 06, 07 (УТР 8,82-8,89%/1093 дн.) – более 70 б.п. и МТС (Ва2/BB/BB+) 02 (УТР 8,42%/1111 дн.), МТС 08 (УТР 8,38%/1126 дн.) – свыше 100 б.п. Напомним, что в феврале 2012 г. при размещении выпусков Теле2-Санкт-Петербург серий 04 и 05 премия к бумагам конкурентов составила 30-75 б.п.

Учитывая все перечисленное, мы рекомендуем принять участие в размещении облигаций Теле2-Санкт-Петербург уже по нижней границе ориентира. Более того, не исключено, что индикатив может быть понижен. Отметим, в феврале размещение состоялось с доходностью заметно ниже ориентира – 9,1% против 9,4-9,9% годовых (оферта 2 года).

(См. наш комментарий финансовых результатов оператора за 2011 г.:

http://www.nomos.ru/upload/iblock/009/NOMOS_daily_debt_markets_08_02_2012.pdf)

График доходности облигаций телекоммуникационного сектора



Александр Полютков

Ленэнерго (Ва2/-/-) – новое предложение.

Предложение Ленэнерго несет премию к историческую спреду к ФСК, однако наличие более доходных альтернатив на первичном рынке делает участие в размещении интересным ближе к верхней границе.

Событие. ОАО «Ленэнерго» планирует 20 апреля открыть книгу заявок на облигации серии 04 объемом 3 млрд руб., сроком обращения в 5 лет и офертой через 3 года. Диапазон купона составляет 9-9,50% годовых, что формирует доходность 9,20-9,73%. Рейтинг эмитента от Moody's на уровне Ва2 позволяет бумагам быть включенным в Ломбард ЦБ.

Комментарий. Энергетики, за исключением ФСК, достаточно давно не размещали свои бумаги на локальном долговом рынке. Последнее, возможно, обуславливает практически отсутствующую ликвидность всех бумаг за исключением ФСК. Новый выпуск Ленэнерго, вероятно, призван заместить погашающийся 18 апреля текущего года бонд компании на 3 млрд руб. серии 03. Отметим, что в кредитном профиле не все так гладко, отдельно стоит отметить долговую нагрузку, метрика Debt/EBITDA, по нашим подсчетам, согласно РСБУ компании за 2011 год составляет 2,7х и, скорее всего, учитывая масштабную инвестиционную программу, будет расти. Несколько настораживающим фактором является снижение чистой прибыли на 60%. Более подробно мы раскроем кредитный и операционный профиль Ленэнерго в нашем специальном обзоре.

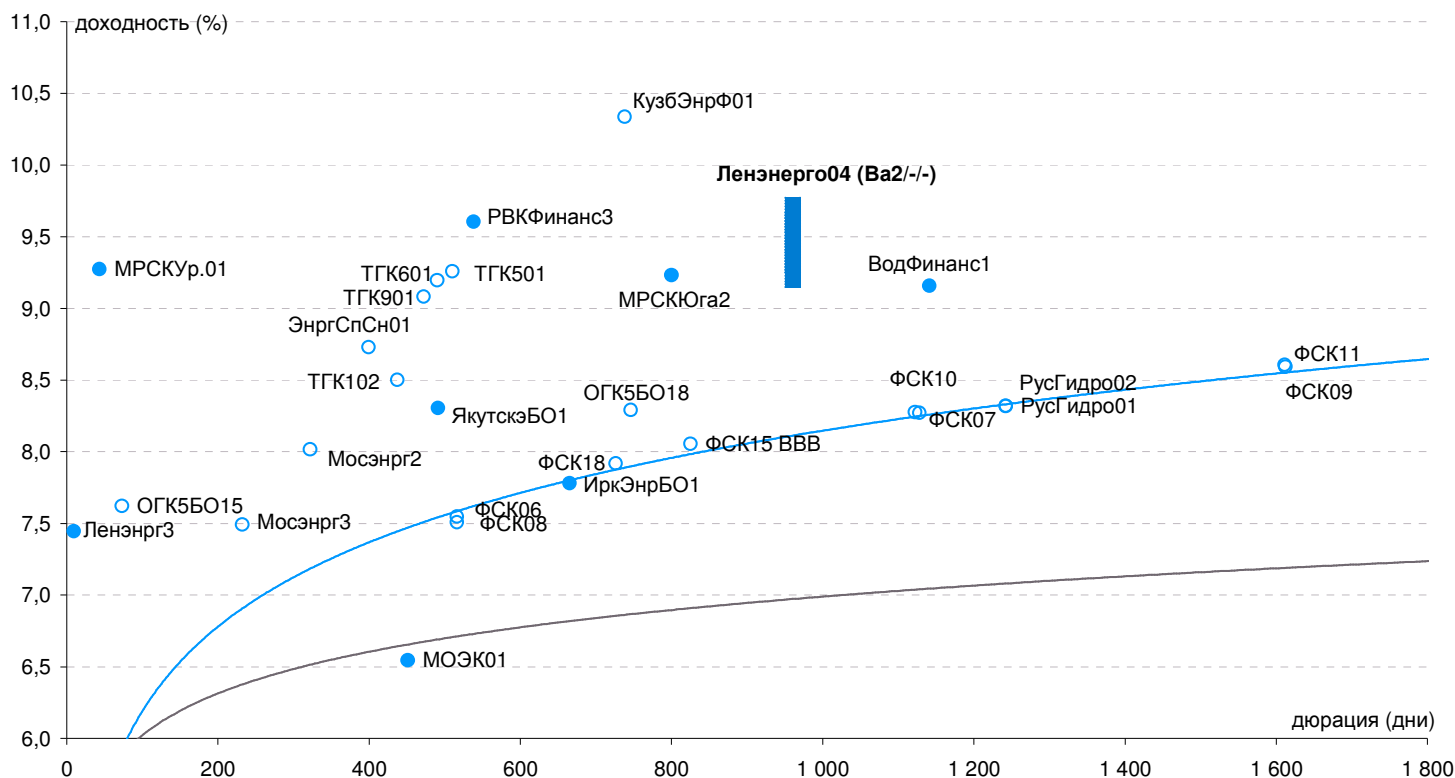
По нашим подсчетам, исторически спред бумаг Ленэнерго к кривой ФСК был на уровне 150-170 б.п. Исходя из этого, предложенный диапазон (премия к кривой ФСК около 200 б.п.) уже на нижней отметке дает премию к исторически сложившемуся спреду порядка 50-70 б.п., что может выглядеть довольно интересно. Вместе с тем, некоторым ограничивающим фактором могут выступить риски ухудшения кредитного качества компании, а также низкая ликвидность выпуска, по аналогии с другими бумагами. Также довольно неплохую альтернативу первичному предложению Ленэнерго может составить выпуск Теле2, который с такой же дюрацией и рейтингом на ступень выше (Fitch «BB+») предлагает доходность выше - 9,46%-9,73%. Учитывая отмеченное выше, для инвесторов, предпочитающих энергетику, мы рекомендуем участвовать все же ближе к верхней границе обозначенного индикатива.

Финансовые результаты Ленэнерго, 2010-2011 гг., РСБУ.

руб. млн	Ленэнерго		
	2010	2011	Изм. %
Выручка	34 200	37 009	8,2
Прибыль от продаж	6 442	5 252	-18,5
Операционный денежный поток	6 640	7 893	18,9
ЕБИТДА	10 577	10 353	-2,1
Чистая прибыль	3 535	1 417	-59,9
% расходы	938	1 167	24,4
Активы	88 632	107 778	21,6
Денежные средства и их эквиваленты	329	6 796	>100
Финансовый долг, в т.ч.:	14 733	26 993	83,2
долгосрочный	13 562	20 800	53,4
краткосрочный	1 172	6 193	>100
Чистый долг	14 405	20 197	40,2
Рентабельность ЕБИТДА	30,9%	28,0%	-3,0 б.п.
Рентабельность по чистой прибыли	10,3%	3,8%	-6,5 б.п.
Фин.долг/ЕБИТДА	1,39	2,61	1,21
Чистый долг/ЕБИТДА	1,36	1,95	0,59
ЕБИТДА/% расходы	11,27	8,87	-2,40
Фин. долг/Активы	0,17	0,25	0,08

Источник: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

График доходности облигаций энергетического сектора



Игорь Голубев

Магнит: операционные результаты 1 кв. 2012 г.

Несмотря на замедление темпов роста выручки Магнита, ее динамика остается довольно высокой благодаря активному расширению сети и росту сопоставимых продаж. Гипермаркеты набирают обороты, увеличивая вклад в общие продажи сети. **Событие.** Сегодня утром продуктовый ритейлер Магнит представил операционные результаты за 1 кв. 2012 г.

Комментарий. В целом, представленные цифры говорят о сохраняющейся тенденции замедления темпов роста рублевой выручки компании («+34,1%» до 100,6 млрд руб. к 1 кв. 2011 г.), которые, тем не менее, остаются довольно высокими, если учесть эффект высокой базы прошлого года (в 1 кв. 2011 г. выручка прибавила 53,2% до 75,03 млрд руб. (к а.п.п.г.)).

Увеличение размера выручки Магнита было связано с активным расширением сети, а также ростом сопоставимых продаж LFL.

Так, за первые 3 мес. 2012 г. было открыто 157 магазинов, а их общее количество в сети достигло 5,466 тыс. (5,104 тыс. «магазины у дома», 96 гипермаркетов и 266 магазинов косметики), при этом общая торговая площадь составила 2,025 млн кв. м. («+36,3%» к 1 кв. 2011 г.). По-прежнему заметный вклад в динамику продаж вносили набирающие обороты гипермаркеты («+84,1%» до 16 млрд руб. против «+26,1%» до 83,7 млрд руб. – «магазины у дома»), удельный вес которых в выручке постепенно возрастает (с 11,6% в 1 кв. 2011 г. до 15,9% в 1 кв. 2012 г.).

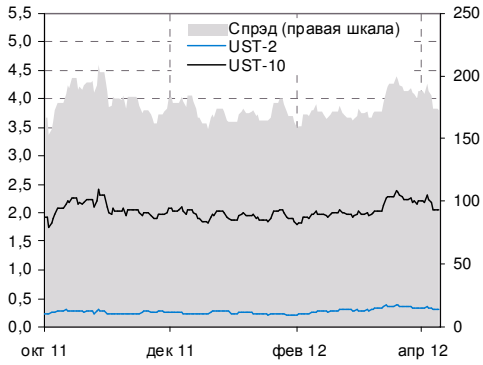
Что касается роста сопоставимых продаж LFL в 1 кв. 2012 г., то они оказались выше, чем в 4 кв. 2011 г. (4,12% против 3,12% соответственно). Здесь можно отметить улучшение ситуации с трафиком («-0,75%» в 1 кв.), который ранее несколько пострадал («-1,9%» в 4 кв.) после активного запуска Магнитом гипермаркетов в регионах своего присутствия, что отвлекло часть потока покупателей у традиционных «магазинов у дома». В 1 кв. гипермаркеты постепенно начали набирать обороты (прирост трафика составил 3,37% против 1,25% в 4 кв.), что, скорее всего, можно будет наблюдать и в дальнейшем, а отток в дискаунтерах замедлился (с «-2,03%» в 4 кв. 2011 г. до «-0,88%» в 1 кв. 2012 г.).

Операционные результаты Магнита вряд ли окажут влияние на котировки облигаций компании, которые по-прежнему низко ликвидные.

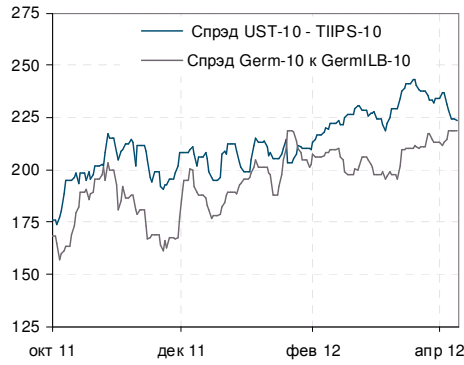
Александр Полютков

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

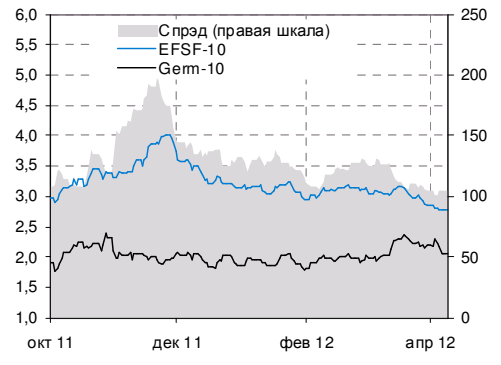
Казначейские обязательства США 2-летн. и 10-летн.



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



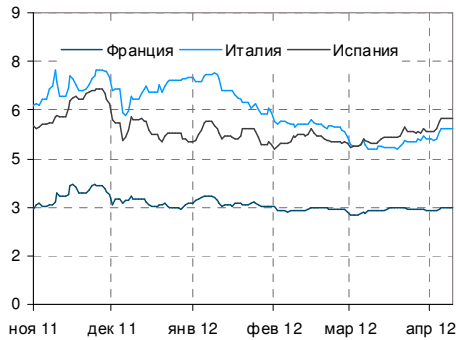
10-летние бумаги Германии и EFSF-10



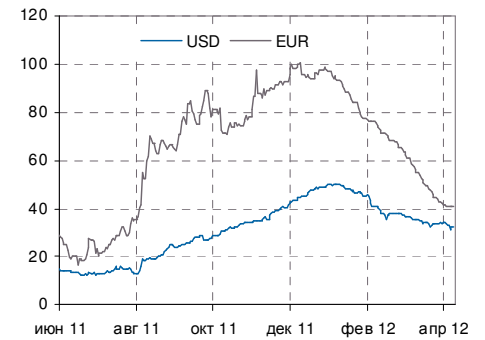
Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

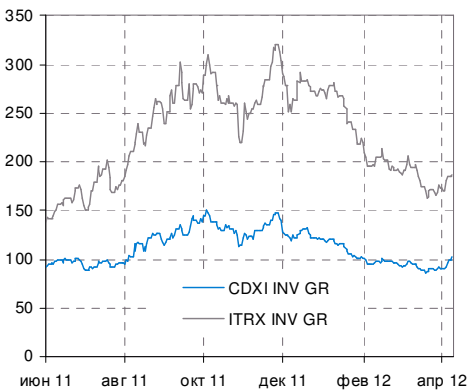


Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

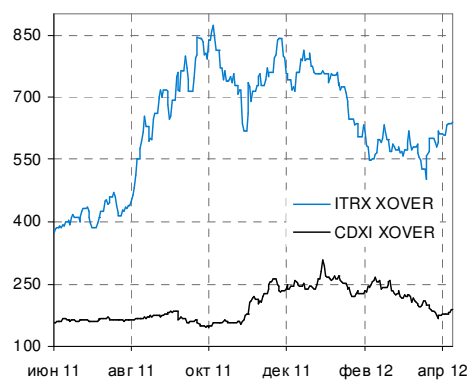


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

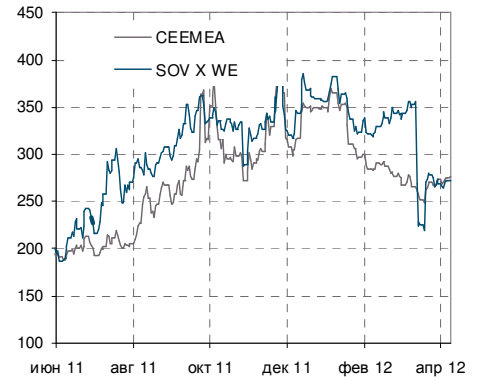
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX /Cross-Over

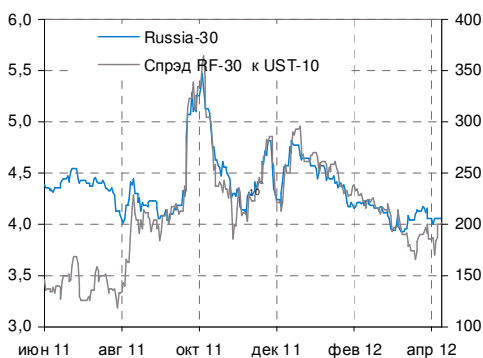


ITRX / Governments

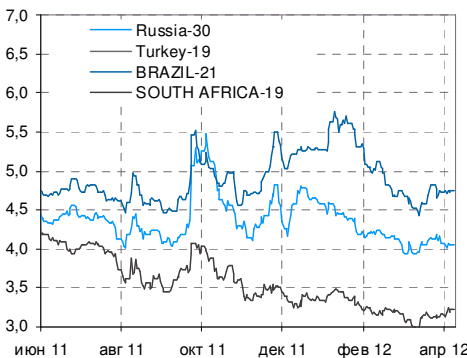


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

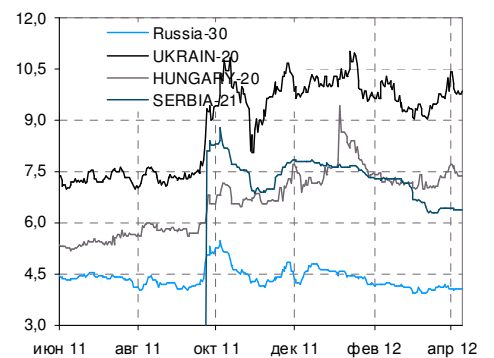
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

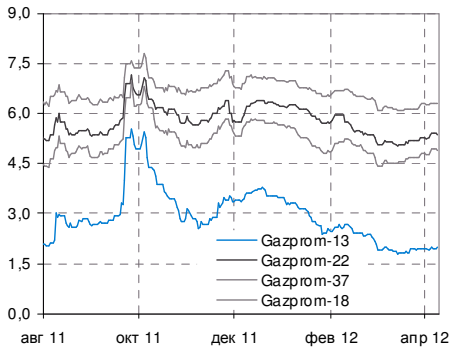


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

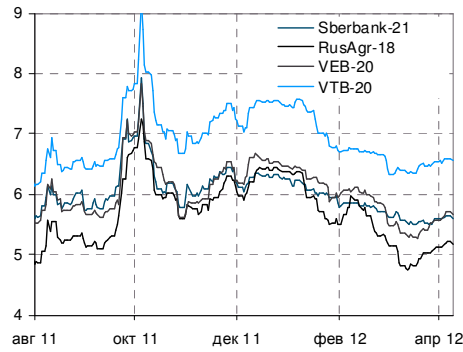


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

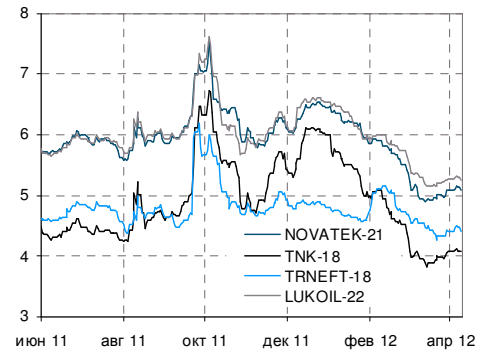
Еврооблигации Газпрома



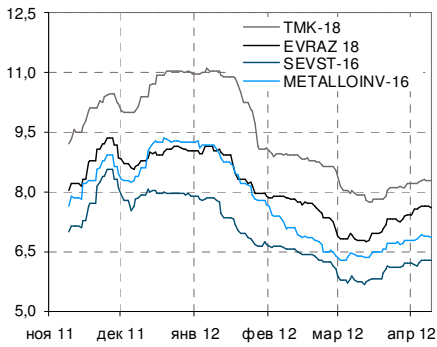
Евробонды госбанков



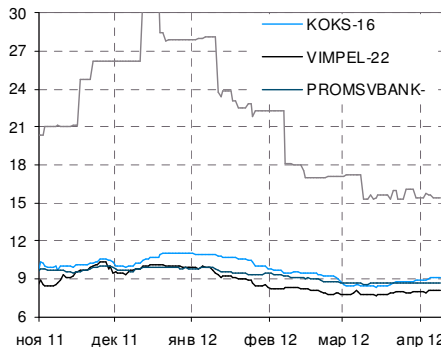
Еврооблигации нефтегазового сектора



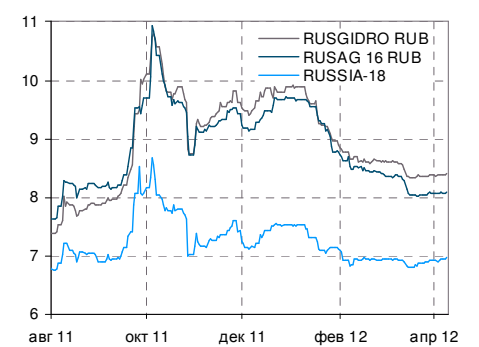
Еврооблигации металлургического сектора



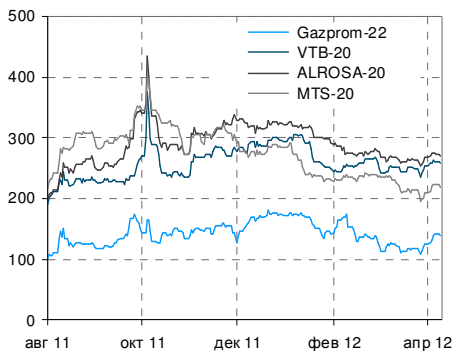
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



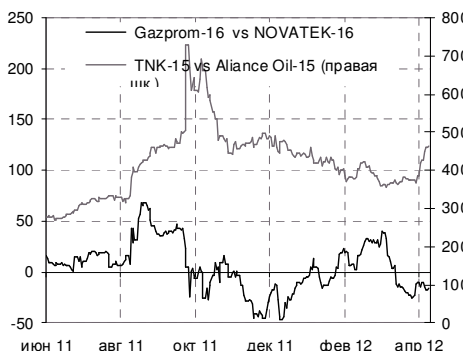
Еврооблигации, номинированные в рублях



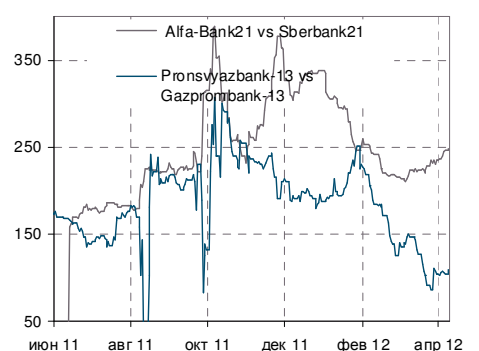
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

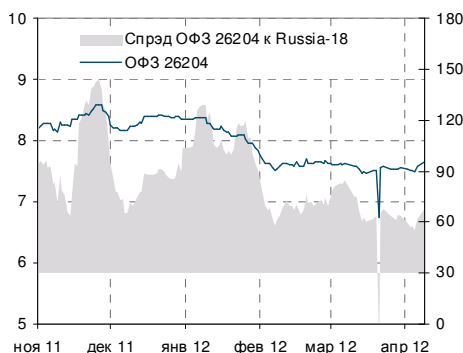


Спрэды в банковском секторе

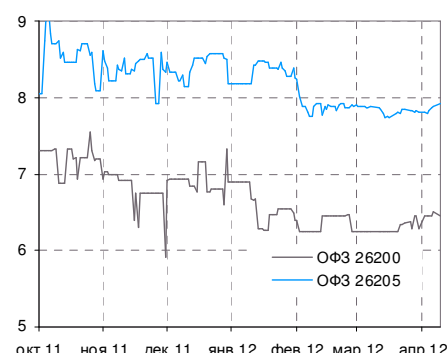


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

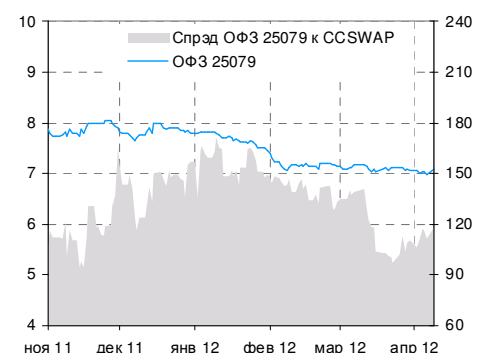
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

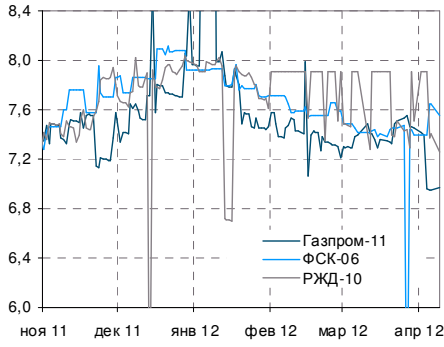


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

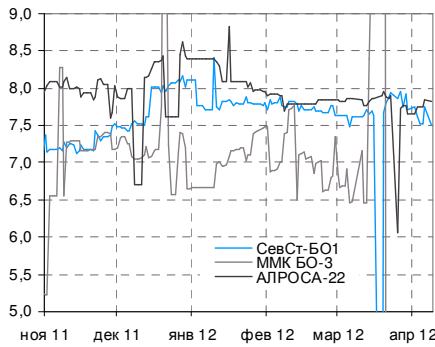


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

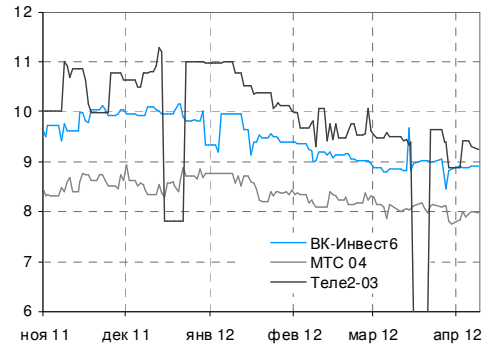
Доходности российских монополий



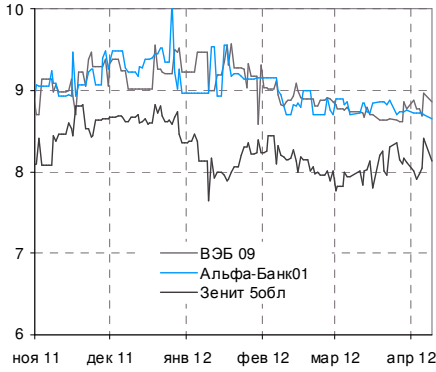
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



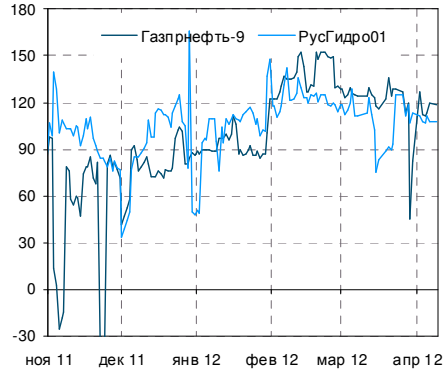
Доходности "Телекоммуникации"



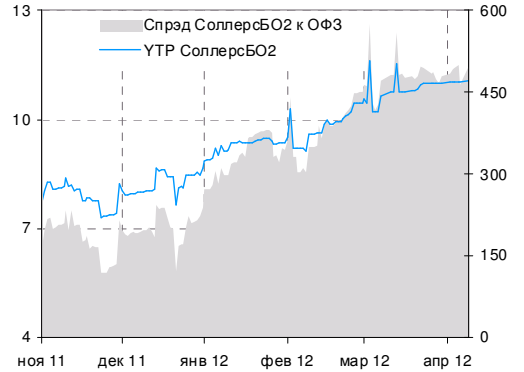
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

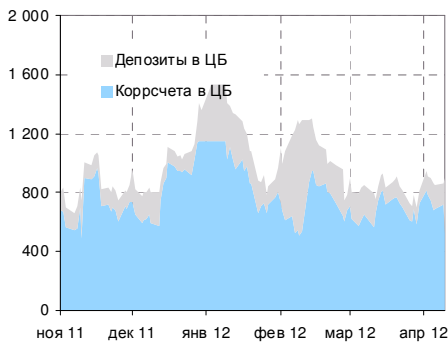


Облигации с текущей доходностью выше 10%

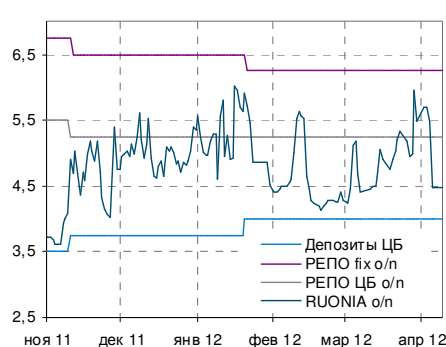


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Динамика депозитов и остатков на корсчетах



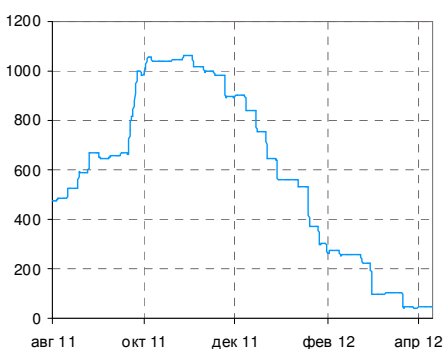
Динамика ставок денежного рынка



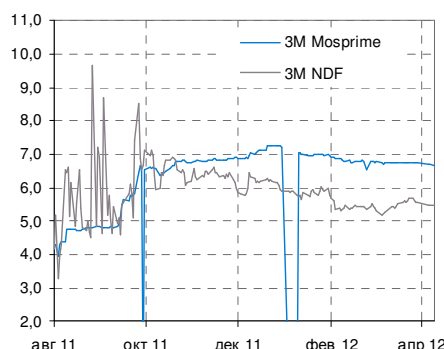
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



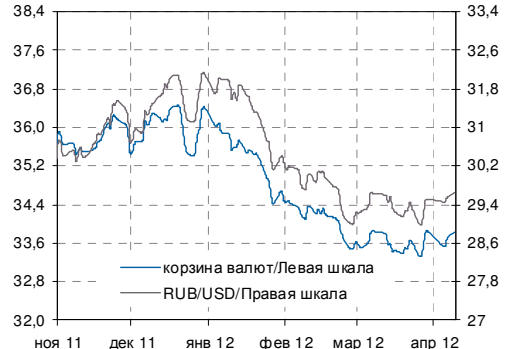
Динамика задолженности по депозитам Минфина



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 Волов, CFA

Volov_YM@nomos.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин

Lyamin_MY@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin_IA@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

**Телекоммуникации/
Потребсектор**

Евгений Голосной

Golosnoy_EA@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Александр Полютков

Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова

Fedotkova_EV@nomos.ru

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

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

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