

Долговые и денежные рынки
14 июня 2012 г.

Конъюнктура рынков Внешние рынки

Настроения внешних площадок сохраняются неоднородными и довольно пессимистическими. Помимо того, что общая оценка перспектив имеет достаточно негативный оттенок, текущий новостной поток, в частности макроотчеты, не оказывает какой-то поддержки спросу на рискованные активы.

Российские еврооблигации

Спрос на российские еврооблигации сохраняется, несмотря на достаточно неоднородные настроения на внешних площадках.

Рублевые облигации

Рублевый сегмент начал неделю негативными настроениями – в госбумагах продолжались продажи, что ставит под вопрос успешность сегодняшнего аукциона по 10-летним ОФЗ серии 26205. Корпоративный сегмент не проявляет какой-либо заметной активности.

FX/Rates

Национальная валюта, несмотря на сохраняющуюся негативную внешнюю конъюнктуру, все же смогла продемонстрировать небольшое укрепление относительно уровней открытия торгов. При этом нельзя недооценивать роль ЦБ, который продолжает участвовать в торгах.

Наши ожидания

В части преобладающего настроения на глобальных площадках нет избыточного оптимизма: инвесторы сохраняют весьма осторожное отношение к европейским рискам, и, судя по всему, эту тенденцию ярко проиллюстрируют сегодняшние итальянские аукционы. В части макроданных наблюдаем за отчетами по CPI США и ЕС. Кроме того, повышенным будет внимание к сегодняшней встрече ОПЕК.

Российским еврооблигателям вряд ли удастся сохранить «иммунитет» к внешнему негативу, но все же проявлений агрессивного sale-off не ждем, вероятно, рынок отреагирует ограничением торговой активности.

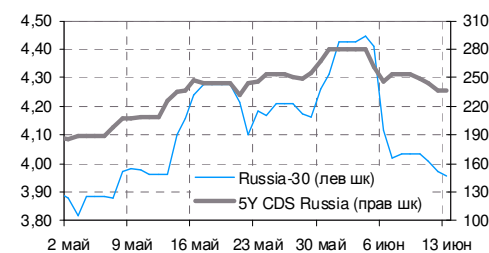
В рублевом сегменте «в фокусе» аукцион по ОФЗ 26205, перспективы которого мы оцениваем как весьма слабые по причине того, что текущая конъюнктура не благоприятна для покупок бумаг длинной дюрации.

На локальном валютном рынке сегодня не следует рассчитывать на сильное изменение позиций рубля. Несмотря на неблагоприятную внешнюю конъюнктуру, поддержку национальной валюте окажут экспортеры, начинающие трансформировать выручку накануне бюджетных выплат.

Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	3,96	-1
CDS России	237	-8
MOSPRIME o/n	5,95	35
NDF 3M	6,84	4
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.		
	687,0	-42
Остатки на депозитах, млрд руб.		
	76,5	-9
Доллар / рубль (ЦБ), руб		
	32,53	0,01
Корзина (ЦБ), руб		
	36,27	0,04

Динамика доходности Russia-30 и CDS России



Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3M	0,47	0,0
ERIBOR 3M	0,66	-0,1
EUR/USD	1,26	
UST-10	1,59	-7
Германия-10	1,49	6
EFSF-10	2,69	7
Италия - 10	6,16	14
Испания - 10	6,68	19
Португалия-10	10,43	8
CDS 5Y Ирландия	676	-5
CDS 5Y Португалия	1037	-37
CDS 5Y Италия	552	-12
CDS 5Y Испания	599	-8

Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	707,6	-8
iTRAXX CEEMEA 5Y	318,2	-6
iTRAXX SOVX WE 5Y	320,3	-3

Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 25075	7,63	30
ОФЗ 26205	8,61	6
ОФЗ 26207	8,24	1
Газпром-11	8,29	12
РЖД-10	8,04	-6
ФСК-6	8,20	1
РусГидро-1	8,97	0
МТС-04	8,86	8
Вк-Инвест6	10,20	30
Северсталь-БО1	7,77	0
ВЭБ-09	9,08	1
Альфа-Банк01	9,38	1

Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	7,09	-6
Gazprom-37	6,24	-10
Sberbank-21	5,48	-6
AlfaBank-21	8,56	-7
Evraz-18	7,89	-13
Vimpel-22	8,59	-11
TNK-BP-18	4,85	0

Главные новости

МВФ считает российскую экономику перегретой.

Для того чтобы избежать перегрева, Правительству будет необходимо провести масштабную бюджетную консолидацию, а Центробанку вовремя повысить процентные ставки.

Мы полностью разделяем тезис о бюджетной консолидации, но полагаем, что говорить об ужесточении денежно-кредитной политики, преждевременно; мы не ждем повышения ставок до конца года.

Корпоративное кредитование замедляет рост, розничное – продолжает бум.

Портфель корпоративных кредитов в России в мае сократился, если убрать эффект валютной переоценки. Розничное кредитование продолжает бурный рост.

Мы ожидаем некоторое замедление роста корпоративного и дальнейший бурный рост розничного кредитования в ближайшие несколько месяцев.

Газпромбанк (Ваа3/ВВ+/-): отчетность за 1 квартал 2012 года.

Отчетность банка смотрится нейтрально. Бумаги банка не несут какой-либо дополнительной премии к рынку.

Черкизово покупает активы «Воронеж мясопром» стоимостью 4,5 млрд руб.

Покупка скорее носит стратегический характер для Черкизово, и вряд ли новые активы сразу смогут заметно увеличить денежный поток. В то же время выплата денежных средств за активы и консолидация их долга приведут к росту долговой нагрузки группы и сделают более острой потребность в денежных средствах для рефинансирования короткого долга и реализации инвестпрограммы 2012 г. Новость, вероятно, не окажет влияние на котировки облигаций Черкизово БО-03, поскольку они по-прежнему неликвидные.

Fitch повысило рейтинг МКБ на одну ступень до «ВВ-».

Новость позитивная для МКБ и вполне обоснована, учитывая предстоящее усиление акционерной структуры банка за счет IFC и ЕБРР, что повысит его инвестиционную привлекательность. По финансовым показателям МКБ уже длительное время и в полной мере соответствует уровню нового рейтинга. Действия Fitch являются хорошим поводом для положительных переоценок бумаг МКБ, в частности, недавно размещенного выпуска серии БО-03.

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

Настроения внешних площадок сохраняются неоднородными и довольно пессимистическими. Помимо того, что общая оценка перспектив имеет достаточно негативный оттенок, текущий новостной поток, в частности макроотчеты, не оказывает какой-то поддержки спросу на рискованные активы.

Вчерашний день укрепил преобладающий негативный настрой достаточно слабыми макроотчетами, а также подтверждением того, что инвесторы усиливают требования к премиям за европейские риски.

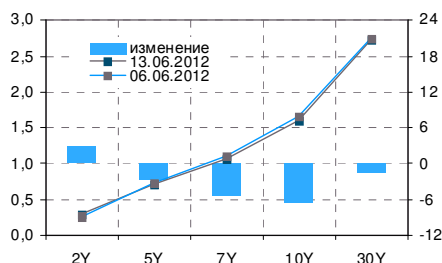
В Европе блок макроданных не принес дополнительных разочарований, поскольку оказался близок к тем негативным прогнозам, которые были озвучены. В частности, спад объема промпроизводства в ЕС в апреле усилился до 0,8% с 0,1% в марте, и хотя прогноз снижения был на уровне 0,9%, фактическое значение не стоит рассматривать как фактор поддержки спроса. В то же время проходившие вчера размещения новых долговых обязательств стран-участниц ЕС оказались весьма негативными. Причем если в отношении векселей Италии, которые размещались сроком на 364 дня в объеме 6,5 млрд евро, можно довольно быстро найти оправдание тому, что доходность существенно возросла относительно итогов аналогичного майского аукциона: до 3,972% по сравнению с 2,34%, то ограниченный спрос и возросшие требования к доходности 10-летних бумаг Германии (на аукционе доходность составила 1,52% против 1,47% в мае) является весьма тревожным сигналом, отражающим уменьшающееся доверие к инструментам главного «локомотива» экономики ЕС. На фоне таких результатов доходность 10-летних немецких госбумаг относительно уровня вторника прибавила 6 б.п. до 1,49% годовых.

В США макроотчеты оказались достаточно слабыми, отразив более глубокий, чем ожидалось спад розничных продаж (на 0,2% против прогнозных 0,1%), а также замедление роста цен производителей (снижение на 1% при ожидании спада на 0,6%). В то же время спрос на «защитные» UST сохраняется, что подтвердил вчерашний аукцион по 10-летним treasuries, где bid/cover был выше, чем в мае (3,06x против 2,9x), несмотря на то, что максимальная доходность предложения снизилась с 1,86% до 1,62%. При этом по итогам дня доходность UST-10 вновь снижалась – на 7 б.п. до 1,59% годовых.

В целом, можно отметить усиление негатива в отношении европейских рисков, что обусловлено заявлениями о том, что за финансовой помощью в ближайшее время планирует обратиться Кипр, к тому же Испания вновь оказалась объектом рейтинговых действий (Moody's в среду вечером снизило суверенный рейтинг Испании до уровня «Ваа3» с «А3», сохранив «Негативный» прогноз). На фоне этого сегодняшние аукционы по трех-, семи- и восьмилетним бумагам Италии на общую сумму 4,5 млрд евро могут отразить значительный рост доходностей, ведь уже вчера итальянские бонды находились под давлением продаж – доходность 10-летних бумаг увеличилась на 14 б.п. до 6,16% годовых.

В ходе вчерашних торгов на международном валютном рынке можно было наблюдать неуверенные попытки евро восстановиться. Несмотря на то, что в последнее время на рынке все чаще появляется информации о потенциальном распаде Еврозоны, инвесторы, тем не менее, считают уровень пары EUR/USD 1,245x заниженным. Подтверждением этого стал вчерашний рост, продемонстрированный европейской валютой против доллара США. Так, после относительно спокойных торгов, которые можно было наблюдать во вторник, пара EUR/USD в среду достигала уровня 1,26x, однако не смогла удержаться. Примечательно выглядит скупая реакция участников рынка на публикуемые статистические данные. Не исключено, что накануне выборов в парламент Греции инвесторы

Кривая доходности гособлигаций США



предпочитают закрывать спекулятивные позиции в ожидании роста волатильности на рынке после объявления итогов голосования. На наш взгляд, подобная ситуация будет способствовать дальнейшему укреплению евро, против которого в последнее время было открыто слишком много коротких позиций.

Ольга Ефремова
Алексей Егоров

Российские еврооблигации

Спрос на российские еврооблигации сохраняется, несмотря на достаточно неоднородные настроения на внешних площадках.

Вчерашняя динамика сегмента российских евробондов во многом была похожа на понедельник, характеризуюсь позитивным настроением участников при открытии. В первой половине дня довольно быстро удалось достичь локальных максимумов, около которых наметилась ценовая консолидация. Новая волна покупателей проявилась с началом торгов в США, но, поскольку внешние площадки не проявляют избыточного оптимизма, ажиотажа в российских активах, в конечном счете, не обозначилось. Вместе с тем, положительные переоценки по итогам дня удалось сохранить.

Так, в суверенных выпусках спрос на Russia-30 обеспечил первые сделки среды по 119,75% (YTM 3,96%) и максимум дня около отметки 120% (YTM 3,93%), к закрытию котировки бонда снова «откатились» к 119,75%.

Серьезным был ценовой рывок в выпуске Russia-42, по которому максимум дня был на уровне 106,5% (YTM 5,19%), последние сделки по бумаге проходили в диапазоне 106,25% - 106,375% (YTM 5,21% - 5,20%). Покупателям в первой половине дня также прибавляли порядка 25-50 б.п. В негосударственных выпусках спрос концентрировался на евробондах ВымпелКома: Vimpel-21 и Vimpel-22 прибавляли порядка 50-75 б.п. и большую часть ценового роста удалось сохранить до закрытия. Кроме того в лидерах положительных переоценок бумаги Евраз (Evrz-17 и Evrz-18 дорожали в пределах 75 б.п.), Сбербанк (Sber-17 и Sber-22 прибавили за день порядка 50 б.п.), РЖД (выпуск Rail-22 вырос в цене на 35 б.п.) и Газпрома (Gazprom-19 был наиболее активно задействован в сделках, но его ценовой рост в пределах 75 б.п. оказался слабее, чем в Gazprom-34 и Gazprom-37, подорожавших более чем на 1,25%).

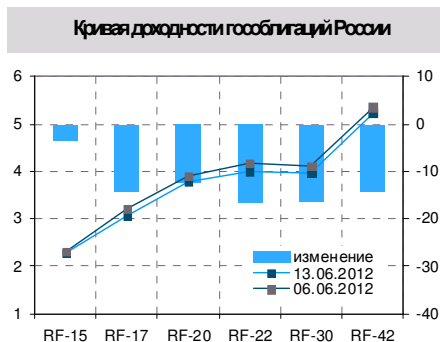
Ольга Ефремова

Рублевые облигации

Рублевый сегмент начал неделю негативными настроениями – в госбумагах продолжались продажи, что ставит под вопрос успешность сегодняшнего аукциона по 10-летним ОФЗ серии 26205. Корпоративный сегмент не проявляет какой-либо заметной активности.

В ходе вчерашних торгов участники в очередной раз проявили свое довольно осторожное отношение к рублевым облигациям. На фоне усиливающегося давления внешнего негатива, подчеркивающего слабость национальной валюты, инвесторы предприняли новые попытки фиксации в ОФЗ, в первую очередь в сериях 26203, 26204, 26205 и 26208. Кроме того, не наблюдалось спроса и на более короткие выпуски – продавали также серии 25076 и 25078. При таком развитии возникают сомнения относительно успешности сегодняшнего размещения ОФЗ 26205 в объеме 20 млрд руб. при анонсированном индикативном диапазоне 8,55% - 8,65%. Нет сомнений, что участники если и проявят интерес к выпуску, то при доходности не ниже верхней границы предложенного диапазона, но и при таких условиях спрос будет слабым.

В корпоративном сегменте фактически не удается отследить каких-то общих тенденций. В силу ограниченной ликвидности, которая сохраняется уже продолжительное время, проявление инициативы как продавцов, так и покупателей имеет довольно серьезный резонанс в котировках. Например,



вчера в «плюсе» день закончился для бумаг РЖД-18, СевСт-БО2, ОГК-5 БО15, ФСК-19, подорожавших в пределах 10-25 б.п., но фундаментальной поддержки для таких переоценок нет. В то же время при значительном снижении котировок (до 1%) день завершился в бумагах ЗЕНИТ-БО7, Альянс-БО1, ТГК-9 01, СПбБанк-БО2.

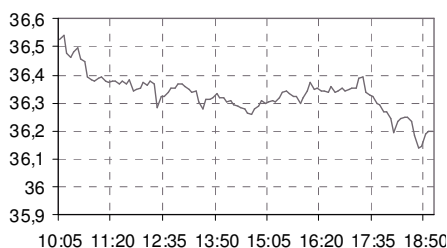
Ольга Ефремова

Forex/Rates

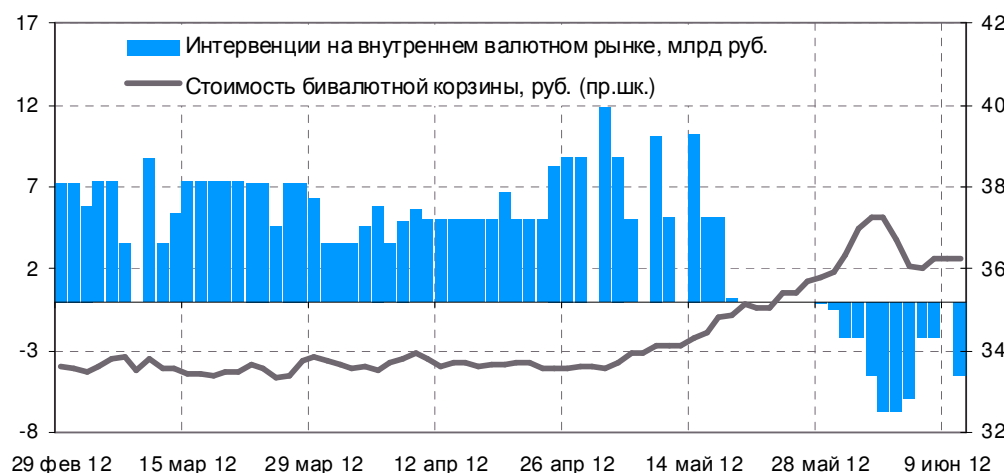
Национальная валюта, несмотря на сохраняющуюся негативную внешнюю конъюнктуру, все же смогла продемонстрировать небольшое укрепление относительно уровней открытия торгов. При этом нельзя недооценивать роль ЦБ, который продолжает участвовать в торгах.

Внешний негативный фон, к которому, как и раньше, относятся неопределенность с судьбой европейского региона, а также стоимость нефти ниже уровня 100 долл. за барр., отрицательно влияет на позиции рубля по отношению к базовым валютам. Так, при открытии вчерашних торгов после продолжительных выходных курс доллара вновь приближался к отметке 33 руб., составив 32,97 руб. Однако вмешательство ЦБ позволило национальной валюте приступить к укреплению. Следует отметить, что накануне, в субботу, регулятор ввиду низкой активности на локальных площадках воздержался от интервенций, что стало поводом для спекуляций на тему возможного отказа Банка России от дальнейшей поддержки рубля. В то же время вчерашний отчет ЦБ показал, что еще рано говорить о «самостоятельности» национальной валюты. Так, согласно данным регулятора вчера в ходе торгов было продано валюты на общую сумму 4,58 млрд руб.

Динамика бивалютной корзины



Валютные интервенции Банка России (дневные значения)



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

На наш взгляд, накануне налоговых выплат у рубля все же есть небольшой шанс продемонстрировать непродолжительное укрепление, хотя, в целом, внешний фон пока не сулит рисковому валютам ничего позитивного.

Ликвидность банковской системы за вчерашний день сжалась на 51 млрд руб. Так, согласно данным ЦБ, сумма остатков на корсчетах и депозитах составила 763,5 млрд руб. Примечательно то, что кредитные организации в ходе вчерашних аукционов прямого РЕПО о/п привлекли 316,32 млрд руб. (практически полностью выбрав лимит ЦБ в 320 млрд руб.), сократив задолженность по данному инструменту на 206,74 млрд руб. В то же время поступление семидневных ресурсов от аукциона, проведенного в субботу, частично компенсировали потери в объеме 38,5 млрд руб. Таким

образом, можно предположить, что вчера банковская система пополнилась из внешних источников ресурсами в объеме 100-110 млрд руб. Однако нельзя исключать, что данные средства могли быть предоставлены ЦБ под залог нерыночных активов.

Ставки денежного рынка отражают умеренный спрос на ликвидность со стороны участников рынка. Так, MosPrime o/n составила 5,95%. На наш взгляд, подобная ситуация не продлится долго и с первыми крупными выплатами, к которым можно отнести уплату страховых взносов в фонды, стоимость ресурсов снова преодолет уровень 6%.

Алексей Егоров

Наши ожидания

В части преобладающего настроения на глобальных площадках нет избыточного оптимизма: инвесторы сохраняют весьма осторожное отношение к европейским рискам, и, судя по всему, эту тенденцию ярко проиллюстрируют сегодняшние итальянские аукционы. В части макроданных наблюдаем за отчетами по СРІ США и ЕС. Кроме того, повышенным будет внимание к сегодняшней встрече ОПЕК.

Российским евробондам вряд ли удастся сохранить «иммунитет» к внешнему негативу, но все же проявлений агрессивного sale-off не ждем, вероятно, рынок отреагирует ограничением торговой активности.

В рублевом сегменте «в фокусе» аукцион по ОФЗ 26205, перспективы которого мы оцениваем как весьма слабые по причине того, что текущая конъюнктура не благоприятна для покупок бумаг длинной дюрации.

На локальном валютном рынке сегодня не следует рассчитывать на сильное изменение позиций рубля. Несмотря на неблагоприятную внешнюю конъюнктуру, поддержку национальной валюте окажут экспортеры, начинающие трансформировать выручку накануне бюджетных выплат.

Ольга Ефремова

Алексей Егоров

Календарь событий

Внешний долговой рынок

14 июня ЕС. Аукционы: Италия
США. Аукциона: UST-30

Макроэкономические события

14 июня ЕС. Индекс потребительских цен Еврозоны
США. Число первичных обращений за пособием по безработице в США.
США. Базовый индекс потребительских цен США.
США. Платёжный баланс США.

15 июня ЕС. Выступление президента ЕЦБ Марио Драги.
ЕС. Торговый баланс Еврозоны.
ЕС. Уровень занятости в Еврозоне.

Денежный рынок

15 июня Уплата авансового платежа по акцизу за июнь
Уплата страховых взносов в фонды за май

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Новости коротко

Макроновости

- По данным ФНС, поступления администрируемых ФНС России доходов в федеральный бюджет в январе-мае 2012 года по сравнению с январем-маем 2011 года выросли на 20,4% и составили 2120,1 млрд руб. В общей сумме поступления налога на добычу полезных ископаемых составили 49%, НДС - 36%, налога на прибыль организаций – 7% и акцизов по подакцизным товарам (продукции), производимым на территории РФ – 6%. За 5 месяцев 2012 года поступления налога на прибыль организаций составили 150,5 млрд руб. (рост к сопоставимому периоду 2011 года 12,2%), налога на добавленную стоимость на товары (работы, услуги) поступило 761,2 млрд руб. («+7,7%»). Поступления по сводной группе акцизов в федеральный бюджет составили 122,1 млрд руб. и по сравнению с январем-маем 2011 года выросли в 1,4 раза, по налогу на добычу полезных ископаемых поступило 1032,4 млрд руб. или на 32,7% больше, чем в январе-мае 2011 года.
- По данным Банка России, международные резервы России за неделю с 1 по 8 июня 2012 года выросли на 3,2 млрд долл. до 512,4 млрд долл.

Долговые рынки

- Ориентир доходности при размещении на сегодняшнем аукционе по **ОФЗ 26205** составляет 8,55-8,65% годовых. Инвесторам будет предложено бумаг на 20 млрд руб.

Рейтинги и прогнозы

- Агентство Moody's в среду вечером снизило суверенный рейтинг **Испании** до уровня «Ваа3» с «А3», сохранив «Негативный» прогноз.
- Агентство Fitch подтвердило долгосрочные рейтинги дефолта эмитента **Связь-Банка** и **ЗАО «ГЛОБЭКСБАНК»** в иностранной валюте на уровне «ВВ» со «Стабильным» прогнозом.
- Агентство Moody's понизило долгосрочный рейтинг эмитента в иностранной и национальной валюте **Renaissance Capital Holdings Limited** с «В2» до «В3» с «Негативным» прогнозом. Рейтинговое действие основано на официальном раскрытии новой структуры группы, а также неаудированной отчетности по МСФО за 9 месяцев 2011 года. Агентство отмечает, что после реструктуризации группа не раскрывает аудированную финансовую отчетность по итогам 2011 года, что ограничивает объем информации.

См наш обзор
(http://www.nomos.ru/upload/iblock/90f/NOMOS_daily_debt_markets_18_05_2012.pdf)

Главные новости

МВФ считает российскую экономику перегретой.

Для того, чтобы избежать перегрева, Правительству будет необходимо провести масштабную бюджетную консолидацию, а Центробанку - вовремя повысить процентные ставки.

Мы полностью разделяем тезис о бюджетной консолидации, но полагаем, что говорить об ужесточении денежно-кредитной политики преждевременно; мы не ждем повышения ставок до конца года.

Событие. МВФ по итогам ежегодных консультаций с российскими властями сделал официальное заявление, касающееся состояния и перспектив экономики России. Основные моменты этого заявления приведены ниже:

- российская экономика восстановилась после кризиса и в настоящее время функционирует на уровне, близком к потенциальному;
- загрузка мощностей в промышленности достигла докризисного пикового уровня, а безработица опустилась ниже 6 %, что свидетельствует о том, что незадействованные возможности экономики невелики;
- МВФ подтверждает прогноз роста ВВП в 2012/13 гг. на уровне 4 %;

- МВФ прогнозирует инфляцию в 2012/13 гг. на уровне 6.5 %;
- для того чтобы избежать перегрева экономики и истощения богатства будущих поколений, России необходима масштабная бюджетная консолидация;
- для ограничения роста инфляции и инфляционных ожиданий в среднесрочной перспективе необходимо своевременное ужесточение денежно-кредитной политики.

Комментарий. Диагноз, поставленный МВФ российской экономике, на наш взгляд, очень точный. Действительно, текущее состояние экономики можно охарактеризовать, как близкое к перегреву. Особенно это заметно на потребительских рынках, в частности, рост потребительского кредита за последние 12 месяцев более чем на 43 % никак нельзя назвать здоровым.

Что касается выписанных рецептов, то тут есть вопросы. Мы полностью разделяем тезис о необходимости масштабной бюджетной консолидации и возвращения в бюджетный процесс четких правил расходования нефтегазовых доходов. Однако заявление о возможности ужесточения денежно-кредитной политики кажется нам спорным. Мы полагаем, что произошедшее за последние пару месяцев резкое снижение цен на нефть уже запустило механизм естественного охлаждения российской экономики. Более низкие цены на нефть замедлят рост доходов населения, что к концу года умерит потребительскую активность и спрос на кредит (хотя в ближайшие месяцы бум потребительского кредитования может продолжиться).

Наш прогноз ставок ЦБ в текущем году – без изменений.

Кирилл Тремасов

Корпоративное кредитование замедляет рост, розничное – продолжает бум.

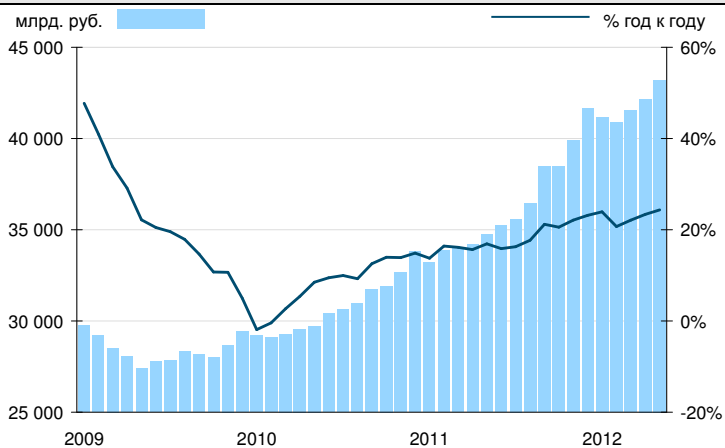
Портфель корпоративных кредитов в России в мае сократился, если убрать эффект валютной переоценки. Розничное кредитование продолжает бурный рост. Мы ожидаем некоторое замедление роста корпоративного и дальнейший бурный рост розничного кредитования в ближайшие несколько месяцев.

Событие. Банк России опубликовал данные о динамике основных показателей банковской системы в мае: корпоративный кредитный портфель – рост на 2.3% м/м, без учета валютной переоценки – падение на 0.1% м/м; розничный кредитный портфель – рост на 4% м/м; корпоративные депозиты – рост на 5.8% м/м; вклады физических лиц – на 2% м/м.

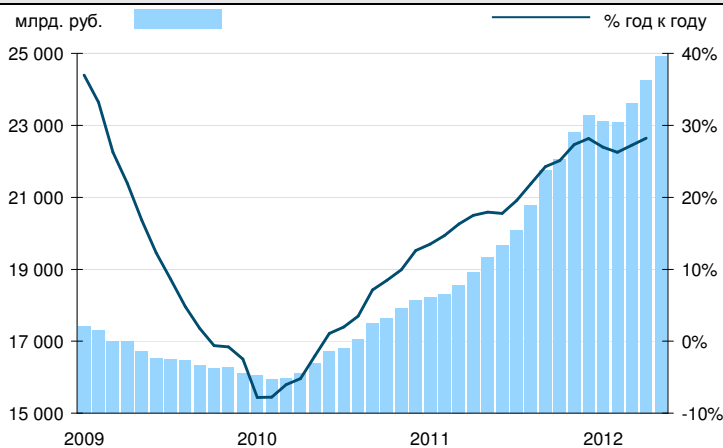
Комментарий. Данные по корпоративным кредитам свидетельствуют о некотором замедлении роста рынка корпоративного кредитования. Эта тенденция начала прослеживаться еще в начале года: в январе и феврале портфель корпоративных кредитов снижался. Мы ожидаем, что в ближайшее время рост рынка корпоративного кредитования будет примерно соответствовать уровню роста номинального ВВП.

Розничное кредитование продолжает быстрый рост во многом за счет увеличения уровня «закредитованности» потребителей, который в России остается низким по сравнению с развитыми рынками. Такой быстрый рост, продолжающийся уже более года, может привести к серьезному скачку просроченной задолженности в случае реализации каких-либо значительных по масштабу рисков для экономики.

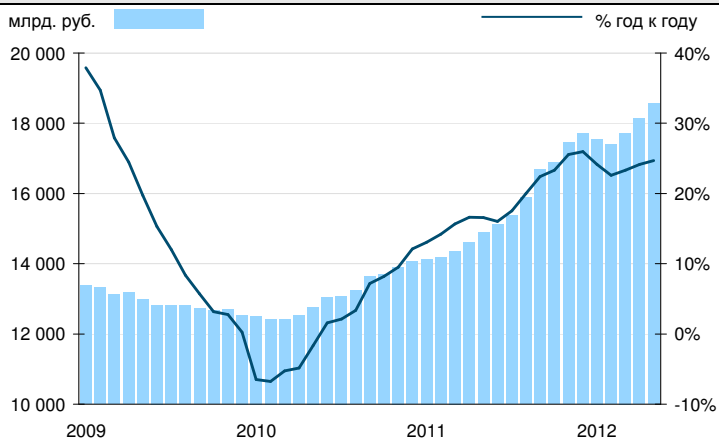
Активы



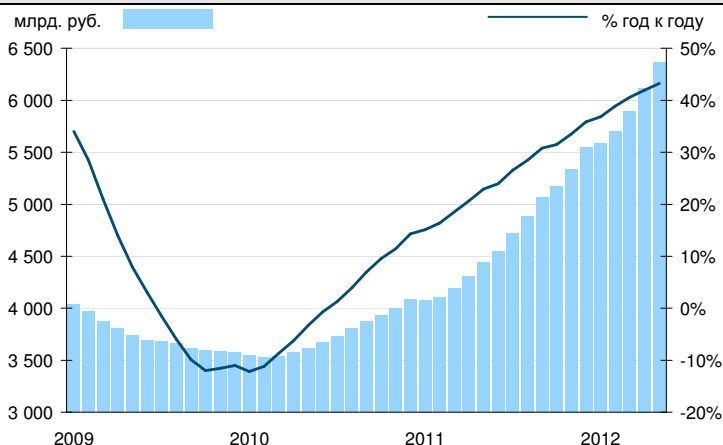
Кредитный портфель



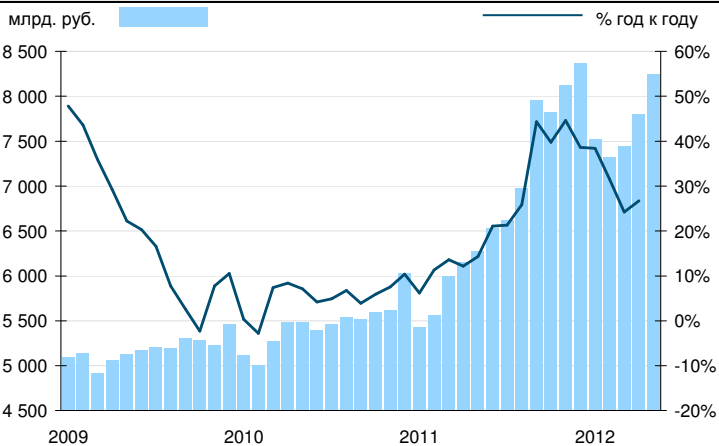
Корпоративные кредиты



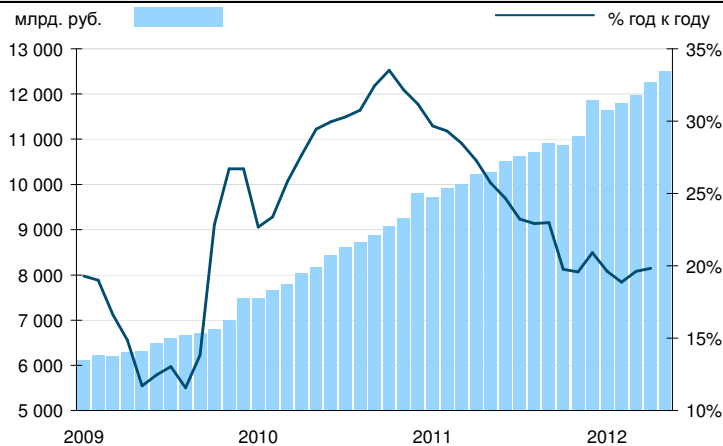
Розничные кредиты



Корпоративные депозиты



Розничные депозиты



Источники: Банк России, Аналитический департамент НОМОС-БАНКА
 Андрей Михайлов, FCCA

Газпромбанк (Ваа3/BB+/-): отчетность за 1 квартал 2012 года.

Отчетность банка смотрится нейтрально. Бумаги банка не несут какой-либо дополнительной премии к рынку.

Событие. Вчера Группа Газпромбанка представила консолидированные неаудированные итоги за 1 квартал 2012 года по МСФО.

Комментарий. Напомним, что в Группу Газпромбанка входят помимо самого банка еще и группа Газпром-Медиа, компании машиностроительного сектора (группа ОМЗ и проч.), финансовые структуры (ГПБ-Ипотека, Кредит Урал Банк и проч.). С точки зрения

акционерной структуры, на конец отчетного периода Газпрому принадлежало 42,73% акций, при этом ВЭБ так еще и не вошел в состав акционеров. По данным банка, на текущий момент ВЭБ и Газфонд полностью конвертировали в акции свои депозиты в размере 50 млрд руб. и 32,5 млрд руб. соответственно, и регистрация документов у органах регулирования ожидается в ближайшее время. Таким образом, пока ВЭБ среди акционеров банка отсутствует. Достаточность капитала по МСФО на 1 апреля 2012 года сохранялась на уровне конца 2011 года – 14,7%.

Отметим, что показатели банка в 1 квартале 2012 года смотрятся неоднородно по сравнению с 2011 годом в целом. С одной стороны, несмотря на практически отсутствие роста («+2%») кредитного портфеля, банк удержал уровень NPL (90+) на низкой отметке 1,4% и сократил покрытие неработающих кредитов резервами до 2,6х с 2,8х на конец 2011 года, получив за счет этого дополнительную прибыль в размере 2,8 млрд руб. (восстановление резервов). С другой - приток клиентских средств и увеличение «подушки ликвидности» привели к сокращению и так довольно скромного показателя NIM с 3,6% до 2,5%, то есть к значению 2010 года. Кроме того, по словам менеджмента, давление оказывало также удорожание фондирования в конце 2011 года.

В разрезе отдельных направлений деятельности, отметим, что, как мы уже выделяли в своем обзоре к отчетности за 2011 год (http://www.nomos.ru/upload/iblock/4fc/NOMOS_daily_debt_markets_10_04_2012.pdf), машиностроительный сектор по-прежнему остается убыточным для Группы: его финансовый результат составил «-1,1 млрд руб.» против «+11,4 млрд руб.» в банковском сегменте и «+2,6 млрд руб.» в медиа-сегменте. В целом, структура прибыли, как и в 2011 году, в отчетном периоде сохранила более типичный для банковской структуры вид: процентные доходы преобладали над непроцентными (12,3 млрд руб. и 11,1 млрд руб. соответственно). Основным источником доходов выступает кредитный портфель юрлиц, хотя стоит отметить, что по темпам роста в отчетном периоде он уступал розничному кредитованию – 2% и 5% соответственно.

Что касается зависимости от Газпрома и «родственных» компаний, то она за первые три месяца 2012 года повысилась – их доля в средствах клиентов выросла с 21% до 26%. В кредитном портфеле доля Газпрома выросла с 2,3% до 2,4%.

Напомним, что в текущем году банк уже разместил два выпуска еврооблигаций: 7-летний субординированный выпуск на 500 млн долл. и 5-летние евробонды также на 500 млн долл. На внутреннем рынке эмитент ограничился более скромными объемами привлечения – заем на 2 млрд руб. с 2-летней офертой. На наш взгляд, бумаги банка сейчас не несут какой-либо премии к рынку и могут рассматриваться, в первую очередь, как инструмент управления ликвидностью для консервативного инвестора.

Финансовые показатели Группы Газпромбанка (МСФО)

Показатели отчетности, млрд руб.	2009	2010	2011	1 кв 2012	изменение за 1 кв 2012
Активы	1 741	1 952	2 478	2 462	-1%
Кредиты (net)	749	1 033	1 396	1 432	3%
Кредиты (gross)	805	1 084	1 454	1 486	2%
доля в активах	43,0%	52,9%	56,4%	58,1%	---
NPL (>90дн.)	3,9%	2,1%	1,4%	1,4%	---
Резервы / NPL	1,8	2,2	2,8	2,6	---
Кредиты / средства клиентов	85,1%	87,2%	97,7%	86,6%	---
Финансовые активы	182	230	260	299	15%
доля в активах	10,4%	11,8%	10,5%	12,2%	---
Средства клиентов	881	1 185	1 430	1 654	16%
доля в активах	50,6%	60,7%	57,7%	67,2%	---
Коэффициент достаточности общего капитала	14,8%	16,7%	14,6%	14,7%	---
Чистые процентные доходы (до вычета резервов)	35	32	58	12	-13%
Прибыль	59	66	41	12	-63%

Качественные показатели деятельности	2009	2010	2011	1 кв 2012	изменение за 1 кв 2012
ROAE	36,4%	12,8%	17,1%	19,5%	---
ROAA	3,1%	1,6%	2,0%	2,0%	---
C / I	18,9%	45,5%	39,4%	44,5%	---
NIM	2,6%	2,5%	3,6%	2,5%	---

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Елена Федоткова

Черкизово покупает активы «Воронежмясопром» стоимостью 4,5 млрд руб.

Покупка скорее носит стратегический характер для Черкизово, и вряд ли новые активы сразу смогут заметно увеличить денежный поток. В то же время выплата денежных средств за активы и консолидация их долга приведут к росту долговой нагрузки группы и сделают более острой потребность в денежных средствах для рефинансирования короткого долга и реализации инвестпрограммы 2012 г. Новость, вероятно, не окажет влияние на котировки облигаций Черкизово БО-03, поскольку они по-прежнему неликвидны.

Событие. Вчера группа Черкизово сообщила, что приобретает ряд активов «Воронежмясопром», которые включают: селекционно-генетический свинокомплекс, строящийся комбикормовый завод и около 30 тыс. га земель сельскохозяйственного назначения в Воронежской области, а также элеваторы мощностью свыше 200 тыс. тонн в Воронежской и Пензенской областях. Оценка активов проводилась компанией Baker Tilly и их стоимость составляет 4,46 млрд руб., включая долг в размере 2,8 млрд руб. Расчеты будут произведены денежными средствами в сумме 1,26 млрд руб. и 795 тыс. шт. акций ОАО «Группа Черкизово». Согласие на покупку было получено от всех 3 независимых членов совета директоров групп. Для совершения сделки также необходимо получить одобрение ФАС.

Комментарий. По данным менеджмента Черкизово, «приобретение этих активов – стратегическое решение для развития группы. Они поспособствуют росту сегмента свиноводства и повысят биологическую безопасность группы, а земли сельскохозяйственного назначения в Черноземном регионе обеспечат потребности компании зерном. Земельные участки также могут использоваться для постройки новых животноводческих комплексов. Наличие собственных элеваторов обеспечит Черкизово более гибкий подход к закупкам и страховку на случай неблагоприятной ситуации на зерновом рынке». Вместе с тем, Черкизово не дает оценки, какой вклад новые активы внесут в операционный денежный поток и EBITDA группы.

В свою очередь, структура сделки, предполагающая выплату денежными средствами 1,26 млрд руб., теоретически не потребует от Черкизово привлечения заемных средств и может быть реализована самостоятельно, учитывая имеющиеся на конец марта 2012 г. денежные средства на счетах (около 0,9 млрд руб.) и операционный денежный поток за 1 кв. (в размере 1,7 млрд руб.).

Что касается долга приобретаемых активов на сумму 2,8 млрд руб., то его консолидация приведет к росту долговой нагрузки Черкизово, но несущественно. По нашим оценкам, соотношение Долг/ЕБИТДА в моменте может достичь значения 3,6-3,7х против 3,3х по итогам 1 кв. 2012 г.

В то же время данное приобретение вряд ли можно назвать комфортным для текущего кредитного профиля группы, учитывая острую потребность в рефинансировании короткой части долга (на конец марта 2012 г. составляла около 7 млрд руб.) и реализацию запланированных на этот год капвложений (более 7,4 млрд руб.). Очевидно, что с приобретением активов потребность Черкизово в привлечении дополнительных денежных средств из внешних источников только возрастает. Не исключено, что для их покрытия группа может выйти на долговой рынок, если конъюнктура будет способствовать этому. Напомним, в мае Черкизово «зарегистрировало» 2 выпуска биржевых облигаций серий БО-04 и БО-05 по 3 млрд руб. каждый.

Обращающиеся биржевые облигации Черкизово серии БО-03 (YTM 9,62%/492 дн.) по-прежнему остаются низколиквидными.

Александр Полотов

Fitch повысило рейтинг МКБ на одну ступень до «BB-».

Новость позитивная для МКБ и вполне обоснована, учитывая предстоящее усиление акционерной структуры банка за счет IFC и ЕБРР, что повысит его инвестиционную привлекательность. По финансовым показателям МКБ уже длительное время и в полной мере соответствует уровню нового рейтинга. Действия Fitch являются хорошим поводом для положительных переоценок бумаг МКБ, в частности, недавно размещенного выпуска серии БО-03.

Событие. Вчера агентство Fitch повысило долгосрочный рейтинг дефолта эмитента МКБ с уровня «B+» до «BB-». Прогноз по рейтингу – «Стабильный». Эксперты Fitch отметили, что «повышение рейтингов МКБ отражает расширение клиентской базы банка и ожидаемое улучшение качества капитала после предстоящих взносов в капитал со стороны международных финансовых организаций (IFC и ЕБРР) в размере около 6 млрд руб. Их участие в капитале должно оказать положительное воздействие на качество корпоративного управления МКБ. Кроме того, учитывается сильная ликвидность банка, поддерживаемая портфелем относительно краткосрочных кредитов приемлемого качества, и хорошая прибыльность, хотя в ближайшее время, вероятно, произойдет некоторое сокращение маржи».

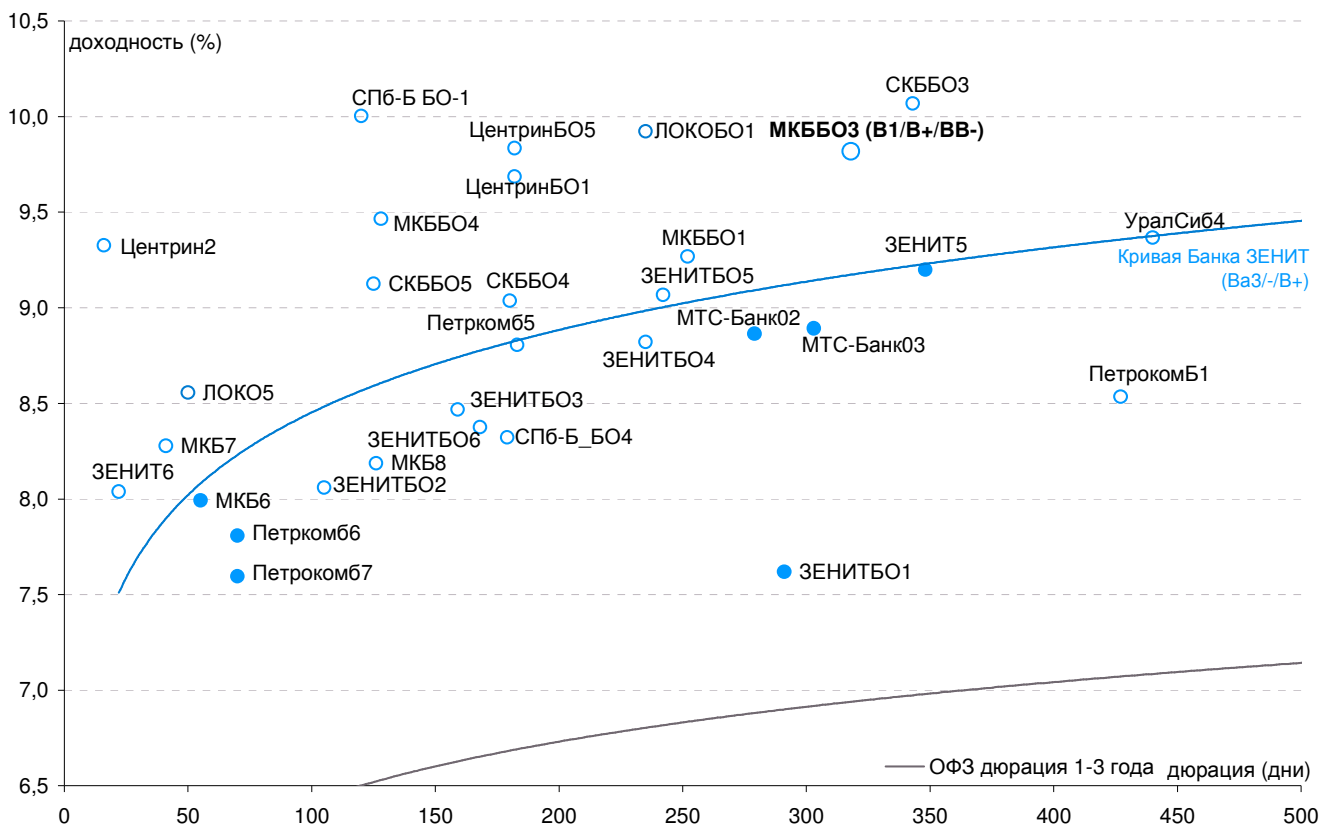
Рейтинги МКБ, по мнению Fitch, сдерживаются из-за «быстрого, хотя и замедляющегося, планируемого роста кредитования, существенного объема кредитов, которые связаны с частным лицом, владеющим контрольным пакетом акций банка, и/или с его другими бизнесами (около 10% кредитного портфеля), а также ввиду зависимости фондирования от довольно дорогостоящих депозитов, хотя с учетом относительно краткосрочных кредитов банк имеет некоторую гибкость при корректировке процентных ставок по кредитам для защиты своей чистой процентной маржи».

Комментарий. Безусловно, повышение рейтинга МКБ является позитивной новостью для банка. В то же время данное решение Fitch было ожидаемо и вполне обосновано, учитывая предстоящее усиление акционерной структуры МКБ за счет международных институциональных инвесторов в лице IFC и ЕБРР, которое по плану должно завершиться к концу 1 пол. 2012 г. Подобного рода инвестиции, наряду с возможностью получить ресурсы для роста бизнеса МКБ, также повышают инвестиционную привлекательность банка, поскольку он прошел тщательную проверку институциональных инвесторов, что открывает доступ к новым источникам фондирования.

Что касается финансового состояния, то МКБ по всем показателям давно и в полной мере относится к числу банков данной рейтинговой группы. Так, по итогам 1 кв. 2012 г. МКБ занимал в рэнкинге Интерфакса 21 место по активам среди российских банков (233,4 млрд руб. по РСБУ), демонстрируя последние годы уверенный рост кредитного портфеля (в 2011 г. «+53,1%» до 159,0 млрд руб.), качество которого оставалось на высоком уровне (в 2011 г. NPL (90+) по портфелю составило всего 1,1%), и поддерживая ликвидность активов на хорошем уровне. При этом МКБ пользуется доверием как физлиц, так и корпоративных клиентов, поскольку основным источником фондирования являются средства клиентов (в 2011 г. около 71% обязательств или 146,7 млрд руб.).

Мы считаем, что повышение рейтинга МКБ (B1/B+/BB-) может стать хорошим поводом для положительных переоценок бумаг банка, в частности недавно размещенных биржевых облигаций серии БО-03 (УТР 9,82%/310 дн.). Отметим, что этот выпуск дает интересную премию порядка 60-70 б.п. к кривой доходности облигаций Банка ЗЕНИТ, который имеет схожие рейтинги (Ba3/-/B+).

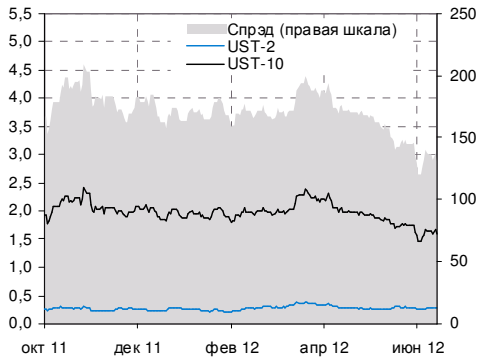
Распределение доходности облигаций банковского сектора



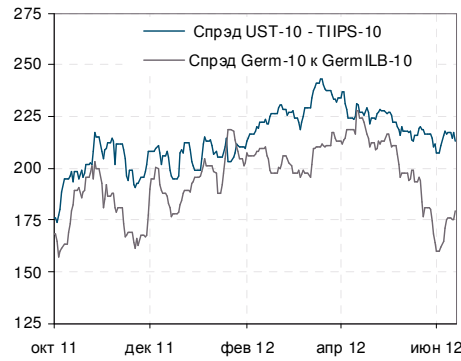
Александр Полютков

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

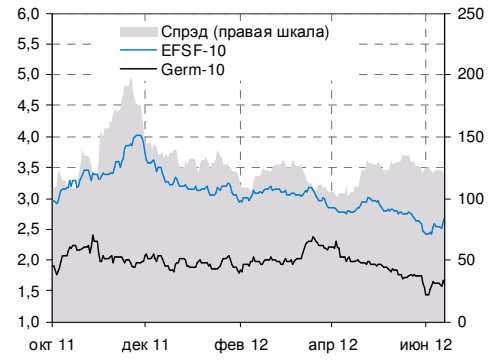
Казначейские обязательства США 2-летн. и 10-летн.



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



10-летние бумаги Германии и EFSF-10



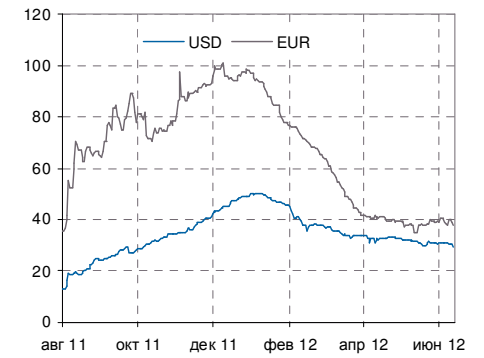
Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

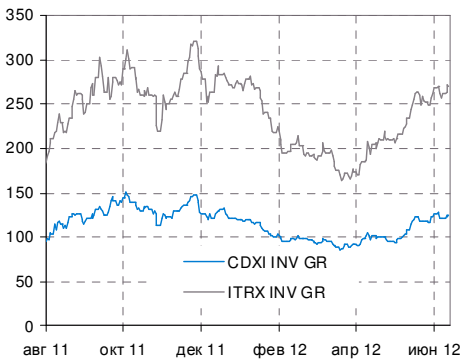


Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

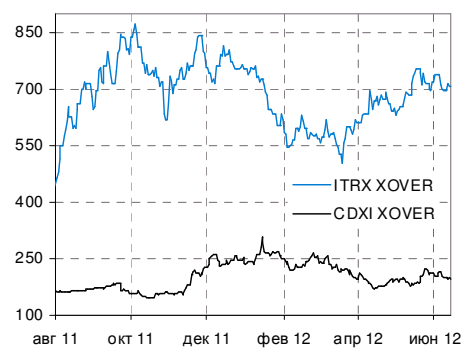


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

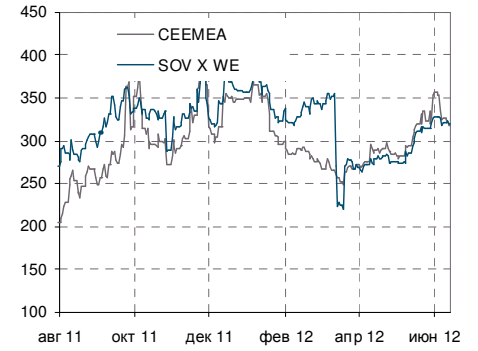
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX /Cross-Over

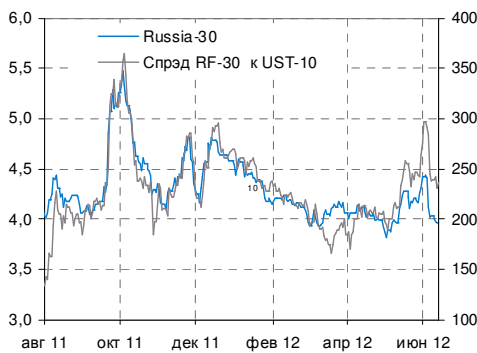


ITRX / Governments

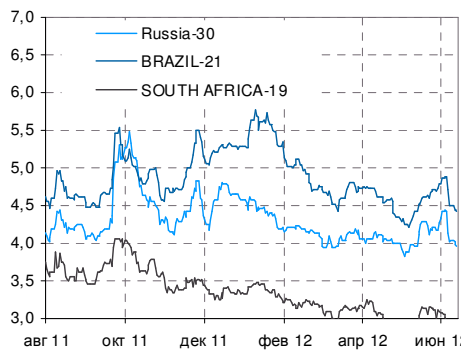


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

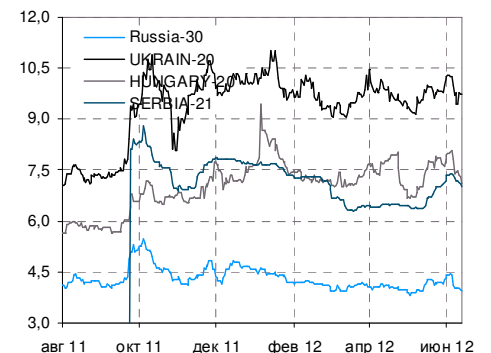
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

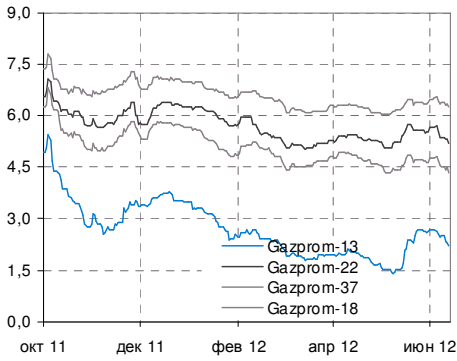


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

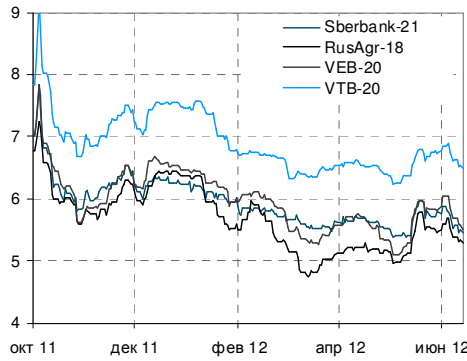


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

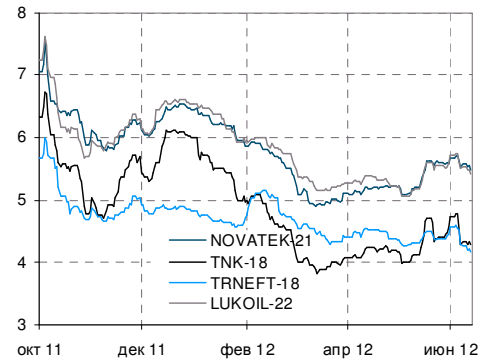
Еврооблигации Газпрома



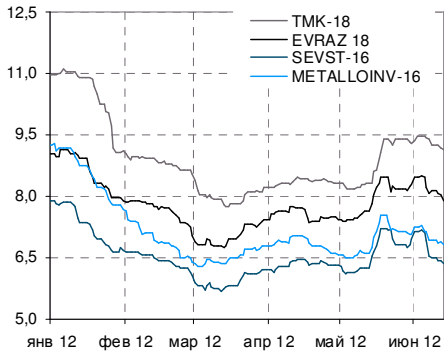
Евробонды госбанков



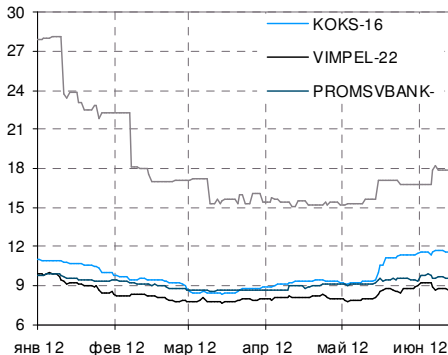
Еврооблигации нефтегазового сектора



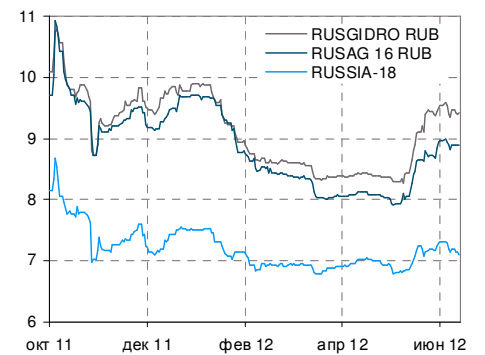
Еврооблигации металлургического сектора



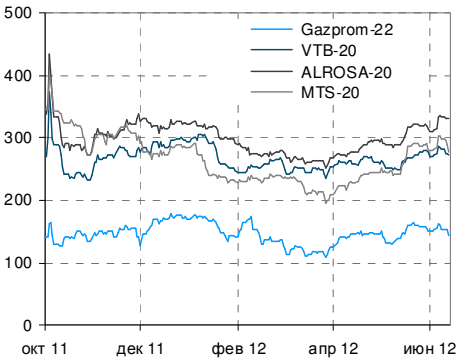
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



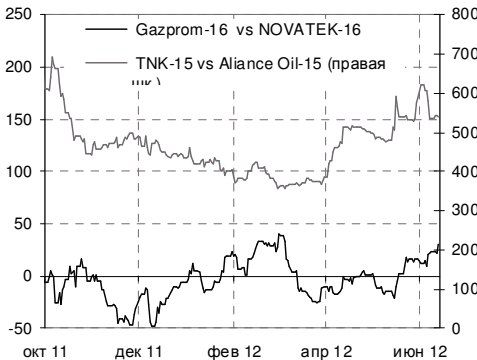
Еврооблигации, номинированные в рублях



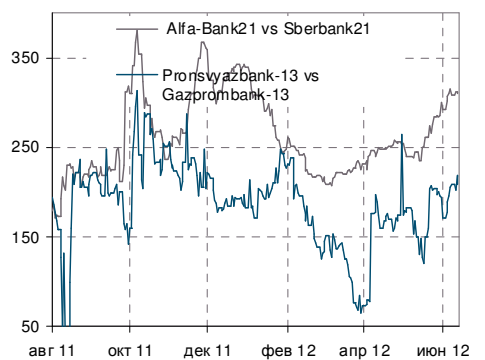
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

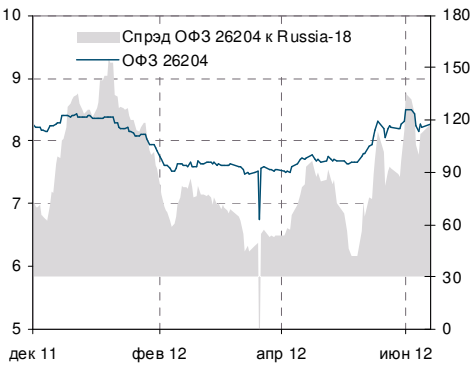


Спрэды в банковском секторе

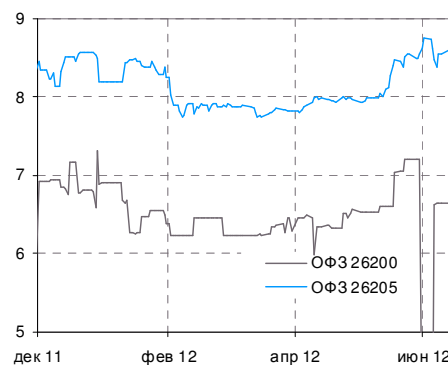


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

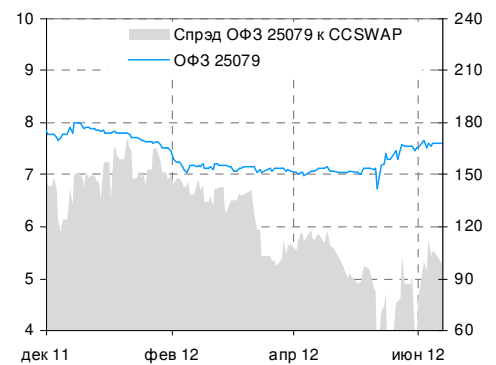
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

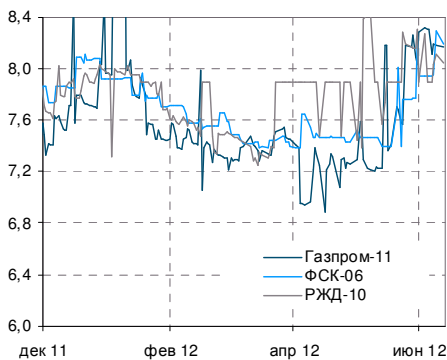


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

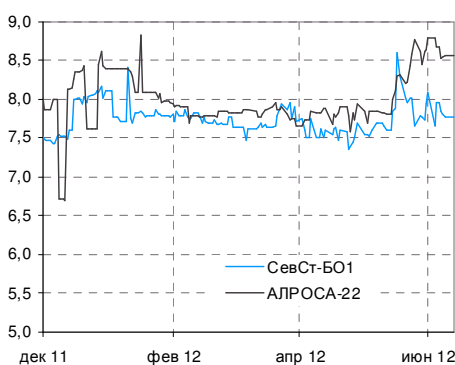


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

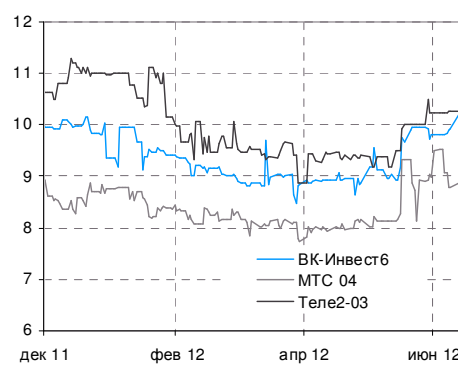
Доходности российских монополий



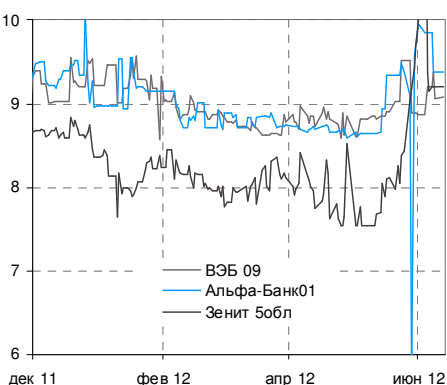
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



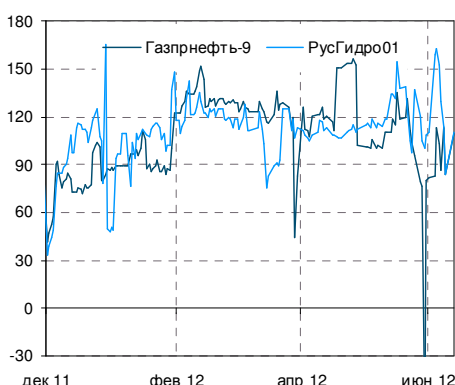
Доходности "Телекоммуникации"



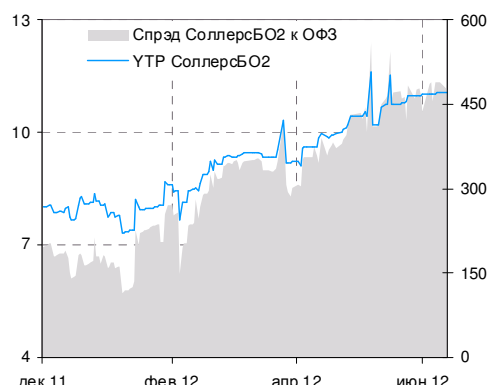
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

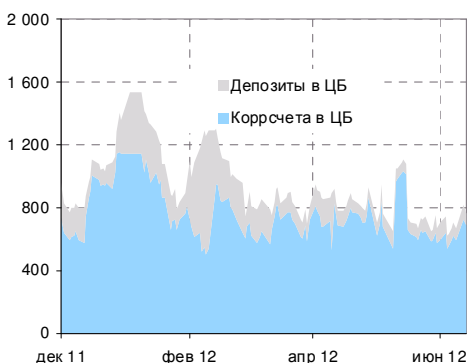


Облигации с текущей доходностью выше 10%

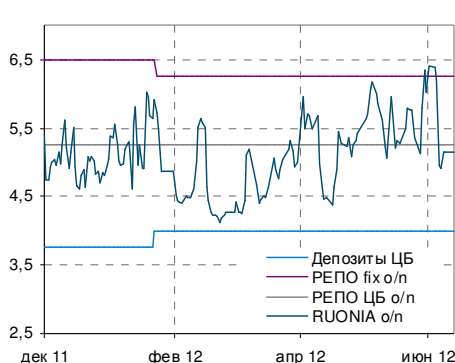


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

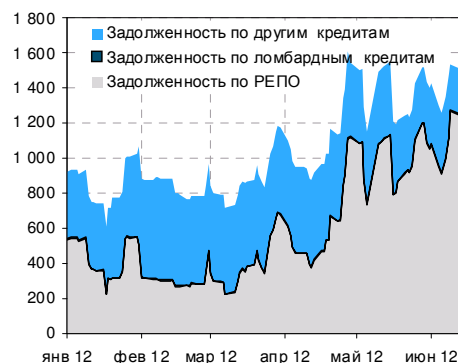
Динамика депозитов и остатков на корсчетах



Динамика ставок денежного рынка



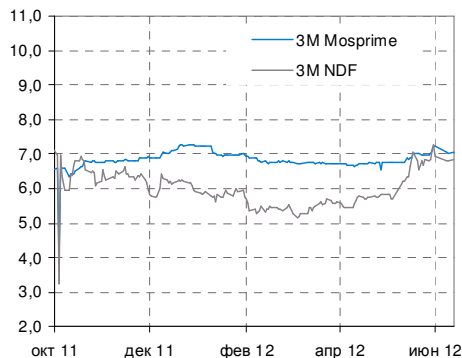
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



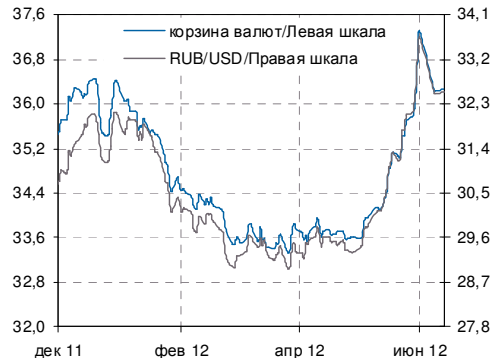
Влияние ЦБ на объем банковской ликвидности



3M Mosprime и ставка NDF



Динамика валютного курса



Аналитический департамент

Тел. (495) 797-32-48

Факс. (495) 797-52-48

research@nomos.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Нефть и газ

Денис Борисов

Borisov_DV@nomos.ru

Металлургия

Юрий Волон, CFA

Volov_YM@nomos.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин

Lyamin_MY@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin_IA@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

**Телекоммуникации/
Потребсектор**

Евгений Голосной

Golosnoy_EA@nomos.ru

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 Полютон

Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова

Fedotkova_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк рассматривают в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков 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.