

Конъюнктура рынков

Внешние рынки

Во вторник Европа стала генератором позитивного новостного flow, что обеспечило восстановление спроса не только на европейские госбумаги, но и повсеместно на рискованные активы. Ключевая тема сегодняшнего дня – раскрытие объема средств, предоставленных в виде кредитов ЕЦБ. Ожидание того, что львиная доля полученных средств будет направлена на покупку европейских госбумаг, поддерживает спрос не только на них, но и на другие рискованные активы тоже.

Российские еврооблигации

Несмотря на сохраняющуюся ограниченную торговую активность, участники не стали игнорировать позитивные новости из Европы. На фоне общего укрепления спроса на рискованные активы были зафиксированы покупки и в российских евробондах. При этом изменение котировок затронуло лишь суверенный сегмент, в остальных бумагах пока без ощутимого влияния на цены.

Рублевые облигации

В рублевом сегменте обозначилась «пауза» в процессе активных продаж. Можно было бы связать это с тем, что участники сосредоточились на налоговых расчетах, однако неумещающиеся масштабы сделок и осторожные положительные переоценки свидетельствуют о том, что участники стараются «подготовиться» к моменту появления на рынке дополнительной рублевой ликвидности. И хотя укрепляются ожидания, что масштабного «ралли» в этом году не предвидится, упускать и малейшие его проявления желающих нет.

FX/Rates

Ожидание сокращения ликвидности на локальном денежном рынке, а также внешний позитив позволили рублю частично отыграть ослабление прошлой недели.

Наши ожидания

Новостной поток из Европы останется одним из ключевых конъюнктуроформирующих факторов, при этом помимо данных о кредитовании ЕЦБ инвесторов может порадовать сообщение о достижении консенсуса по вопросу согласования списания части греческого долга перед частными инвесторами.

На фоне этого вполне вероятным выглядит продолжение положительных переоценок в сегменте российских евробондов, хотя в целом активность участников останется слабой.

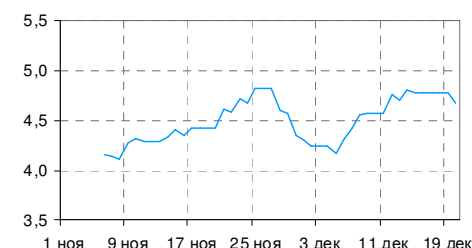
Для рублевого сегмента факт безболезненного преодоления расчетов по НДС мог бы стать поводом для укрепления спроса, но сегодня участникам придется отвлечь с рынка более 135 млрд руб. для погашения обязательств Минфина (с учетом

Россия - основные индикаторы

	значение	изм. б п
Russia-30	4,67	-10
CDS России	276	1
MOSPRIME o/n	5,79	13
NDF 3M	6,27	5

	значение	изм
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	950,0	6
Остатки на депозитах, млрд руб.	99,9	2
Доллар / рубль (ЦБ), руб	31,96	-0,14
Корзина (ЦБ), руб	36,40	-0,06

Динамика доходности Russia-30



Глобальные рынки

	значение	бп
LIBOR 3M	0,57	0
ERIBOR 3M	1,42	0
EUR/USD	1,31	
UST-10	1,92	11
Германия-10	1,95	7
EFSF-10	3,22	8
Италия - 10	6,57	-22
Испания - 10	5,03	-10
CDS 5Y Ирландия	722	-13
CDS 5Y Португалия	1097	-12
CDS 5Y Италия	504	-31
CDS 5Y Испания	398	-14
CDS 5Y Греция	10409	-366

Индикаторы отношения к риску

	значение	бп
iTRAXX Crossover 5Y	774,2	-30
iTRAXX CEEMEA 5Y	345,3	-7
iTRAXX SOVX WE 5Y	362,8	-7

Рублевые облигации

	доходность	б.п
ОФЗ 26205	8,55	11
ОФЗ 26200	6,77	-39
Газпром-11	7,73	-1
РЖД-10	7,94	11
ФСК-6	8,11	7
РусГидро-1	9,11	0
МТС-04	8,41	-12
Вк-Инвест6	10,14	14
Северсталь-БО1	8,04	10
ВЭБ-09	9,26	-30
Альфа-Банк01	9,46	0

Российские еврооблигации

	доходность	б.п
Russia-18 RUB	7,50	0
Gazprom-37	7,10	6
Sberbank-21	6,34	0
AlfaBank-21	9,69	1
Evraz-18	9,08	9
Vimpel-22	10,11	-7
TNK-BP-18	6,42	-1

привлеченных вчера средств) и ЖКХ. В случае, если не будет какой-либо дополнительной поддержки для ликвидности, сохранить покупательские настроения будет весьма проблематично.

От рубля сегодня мы ожидаем дальнейшего укрепления, при этом бивалютная корзина может опуститься до отметки 36,15 руб. Ставки денежного рынка, весьма вероятно, продолжат расти.

Главные новости

Газпром в 2012 году планирует снизить уровень CAPEX примерно вдвое.

Накануне состоялось заседание совета директоров Газпрома, в ходе которого было принято решение о снижении уровня CAPEX в следующем году до \$22 млрд (в этом году мы ожидаем значение данного показателя в районе \$46 млрд). Кроме того, по итогам работы в 2011 г. концерн намерен выплатить в виде дивидендов 8,4 руб. на акцию (окончательное решение будет принято весной). Эти два события означают, что в случае, если утвержденные цифры не претерпят существенных изменений (как это произошло, например, в нынешнем году), то свободный денежный поток Газпрома в 2012 г. может составить рекордные \$27 млрд.

Газпром сократит долю в Газпромбанке в 2013 году.

С учетом того, что, во-первых, событие ожидаемое, во-вторых, по нашему мнению, с высокой долей вероятности пакет будет приобретен госструктурой, мы на текущей стадии не ожидаем влияния данной новости на обязательства банка.

Отчетность Транснефти за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по IFRS.

Накануне Транснефть обнародовала финансовую отчетность по IFRS за 3 квартал 2011 года, результаты которой в целом оказались в рамках наших ожиданий и рыночного консенсуса. При этом более существенное снижение чистой прибыли, по сравнению с предварительными оценками, связано не только с убытками по курсовым разницам, возникшими в результате изменения валютного курса, но и с 23% уровнем эффективной ставки по налогу на прибыль.

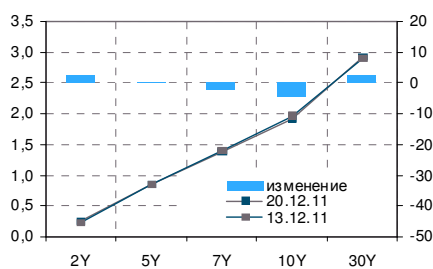
Вы можете подписаться на рассылку наших обзоров по электронной почте. Для этого Вам достаточно прислать заявку с указанием адреса электронной почты, на который Вы хотели бы получать аналитические материалы, на адрес research@nomos.ru

Рыночная конъюнктура

Внешние рынки

Во вторник Европа стала генератором позитивного новостного flow, что обеспечило восстановление спроса не только на европейские госбумаги, но и повсеместно на рискованные активы. Ключевая тема сегодняшнего дня – раскрытие объема средств, предоставленных в виде кредитов ЕЦБ. Ожидание того, что львиная доля полученных средств будет направлена на покупку европейских госбумаг, поддерживает спрос не только на них, но и на другие рискованные активы тоже.

Кривая доходности гособлигаций США



Вчерашний день оказался насыщен положительными новостями из Европы. Положивший начало формированию позитивного настроения отчет по индексу доверия германских предпринимателей в декабре, обогнавший не только прогноз, но и ноябрьские данные, поддержали сильные результаты аукционов по векселям Испании. Так, доходность 6-месячных бумаг при размещении сложилась на уровне 2,435% против 5,227% на аналогичном аукционе в ноябре, а по 3-месячным – 1,735% против 5,11% на ноябрьском аукционе. На фоне этого зафиксирован спад и по более длинным испанским гособязательствам, в частности, по 10-летним бумагам до 5,03% («-10» б.п. относительно понедельника). Важно, что испанский аукцион выступил драйвером спроса и на другие бумаги PIIGS: доходность 10-летних итальянских бумаг снизилась более чем на 20 б.п., ирландских – на 10 б.п.

Ключевой темой для возможной поддержки сегмента европейского госдолга, которая уже довольно активно отыгрывается инвесторами, является распределение кредитных ресурсов, полученных банковским сектором от ЕЦБ. Только сегодня станет известно, каким объемом ресурсов смогут распорядиться банки, но уже есть понимание, что значительная часть полученных средств направлена именно на покупку привлекательных по доходности бумаг стран ЕС.

Отметим, что на фоне спроса на рискованный сегмент европейского госдолга немецкие и французские бумаги оказались менее востребованы. Доходность 10-летних немецких бумаг прибавила за вчерашний день 7 б.п.

В сегменте американского госдолга также обозначилась отрицательная переоценка на фоне всплеска спроса на рискованные активы, а также сильных макроданных по рынку недвижимости США, где зафиксирован опережающий прогноз роста количества новостроек. Доходность 10-летних UST снова выше 1,9% (1,92% по итогам торгов, «+11» б.п. к уровню понедельника). Вместе с тем, аукцион по новым 5-летним treasuries прошел довольно сносно: bid/cover был на уровне 2,86x (3,15x на ноябрьском аукционе), при доходности 0,88% (0,94% в ноябре) доля покупателей-нерезидентов возросла до 50,6% с 45,3%.

Европейская валюта преподнесла очередной сюрприз. Вчера еще в рамках азиатской сессии пара EUR/USD находилась около отметки 1,3x. При этом на рынке отсутствовали причины, способные сместить соотношение между евро и долларом от этого уровня.

Укрепление европейской валюты началось после подведения итогов размещения государственных обязательств Испании, а также публикации данных об индексе настроений в деловых кругах Германии. Следующая волна позитива прихлала на американскую сессию, после публикации отчета по новым стройкам. На фоне появившегося позитива инвесторы вполне успешно реализовали попытку преодолеть уровень 1,31x. При этом участники рынка предпочли зафиксировать прибыль от чрезмерного для последнего времени роста, что не позволило валютной паре EUR/USD удержаться выше уровня 1,31x, и к закрытию торгов она снизилась до 1,3075x.

Таким образом, вчерашний день проиллюстрировал готовность

инвесторов покупать евро, а это дает основание полагать, что в ближайшее время пара EUR/USD может еще раз попытаться укрепиться.

Ольга Ефремова

Алексей Егоров

Российские еврооблигации

Несмотря на сохраняющуюся ограниченную торговую активность, участники не стали игнорировать позитивные новости из Европы. На фоне общего укрепления спроса на рискованные активы были зафиксированы покупки и в российских евробондах. При этом изменение котировок затронуло лишь суверенный сегмент, в остальных бумагах пока без ощутимого влияния на цены.

Действия участников в сегменте российских евробондов начали проявляться во второй половине торгов, когда сформировался позитивный новостной поток из Европы. Так, для суверенных Russia-30 возобновление спроса на риски выразилось в ценовом росте до 115,75% - 115,875% с 115,25% - 115,375% при открытии.

В негосударственных бондах основной резонанс был в форме пока весьма избирательного спроса на квазигосударственный риск, в частности, бумаги Газпрома, ВЭБа. Также покупателям были интересны бумаги Лукойла. Вместе с тем, не наблюдалось ощутимых положительных переоценок, к тому же при текущей ограниченной ликвидности ускорился процесс расширения спреда между котировками на покупку и на продажу.

Ольга Ефремова

Рублевые облигации

В рублевом сегменте обозначилась «пауза» в процессе активных продаж. Можно было бы связать это с тем, что участники сосредоточились на налоговых расчетах, однако неуклонно масштабы сделок и осторожные положительные переоценки свидетельствуют о том, что участники стараются «подготовиться» к моменту появления на рынке дополнительной рублевой ликвидности. И хотя укрепляются ожидания, что масштабного «ралли» в этом году не предвидится, упускать и малейшие его проявления желающих нет.

Вчера в сегменте ОФЗ убедительные отрицательные переоценки оставались в бумагах серий 26205 и 26202, тогда как в сериях 25079, 25077, 25072 котировки старались продвинуться выше.

В корпоративном секторе динамика котировок оставалась смешанной, при этом уровень просадки котировок несколько ослаб и редко выбирался за пределы 50 б.п. При этом все больше сделок проходило без серьезного давления на цены, что, на наш взгляд, отражает укрепляющиеся ожидания возможных положительных переоценок до конца текущего года. Список бумаг, где сосредоточена торговая активность, сохраняется довольно ограниченным, и это помогает более четко отслеживать преобладающие настроения. Так, вчера покупателям были интересны бумаги ЕвразХолдинг – Финанс серий 01 и 02, ФСК-15, Мечел-19, Сибметинвест-01, ВЭБ-09, РСХБ-15, хотя рост котировок пока не выходил за пределы 25 б.п.

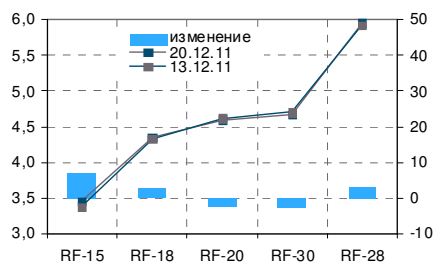
Ольга Ефремова

Forex/Rates

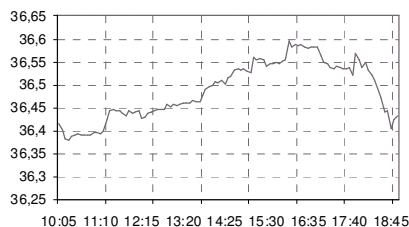
Ожидание сокращения ликвидности на локальном денежном рынке, а также внешний позитив позволили рублю частично отыграть ослабление прошлой недели.

Участники локального валютного рынка довольно скептически отреагировали на утреннее укрепление пары EUR/USD в ожидании того, что уже к середине дня позитив международных инвесторов сойдет на «нет». На фоне чего национальная валюта сохраняла свои позиции против доллара – 32,08 руб., а бивалютная корзина демонстрировала рост до

Кривая доходности гособлигаций России



Динамика бивалютной корзины



36,61 руб. Во второй половине дня можно было наблюдать перемену настроений на российских площадках: рубль начал резко укрепляться против мировых валют. Причинами стремительного роста спроса на национальную валюту могли стать: ожидание появления дефицита ликвидности по итогам перечисления в бюджет трети НДС и сокращения объемов привлекаемых ресурсов на аукционах прямого РЕПО, рост стоимости нефти на сырьевых площадках, а также сохраняющиеся темпы восстановления позиции европейской валюты, являющейся индикатором отношения к риску. По итогам дня национальной валюте удалось частично компенсировать пятничные потери.

Ожидание появления на рынке недостатка ликвидности в связи с перечислением трети НДС не оправдались. Согласно данным ЦБ, сумма остатков на корсчетах и депозитах увеличилась на 7,8 млрд руб. до 1049,9 млрд руб. По нашим оценкам, кредитные организации перечислили в бюджет порядка 120-140 млрд руб., кроме того, уменьшили задолженность перед ЦБ почти на 50 млрд руб. Компенсировать данную сумму удалось за счет очередного транша бюджетных средств. Поэтапное перечисление ресурсов монетарными властями вполне оправдано: во-первых, на рынке не возникает излишков ликвидности, а, во-вторых, данные ресурсы не успевают быть направлены на покупку валюты, способствующую ослаблению рубля. Вместе с тем, сегодня банкам предстоит вернуть Минфину средства в объеме 109 млрд руб., ранее размещенные на депозиты (с учетом вчерашнего аукциона на 32 млрд руб.). Стоимость на ресурсы вчера немного возросла. Так, MosPrime o/n составила 5,79%, против 5,66% днем ранее.

Алексей Егоров

Наши ожидания

Новостной поток из Европы останется одним из ключевых конъюнктуроформирующих факторов, при этом помимо данных о кредитовании ЕЦБ инвесторов может порадовать сообщение о достижении консенсуса по вопросу согласования списания части греческого долга перед частными инвесторами.

На фоне этого вполне вероятным выглядит продолжение положительных переоценок в сегменте российских евробондов, хотя в целом активность участников останется слабой.

Для рублевого сегмента факт безболезненного преодоления расчетов по НДС мог бы стать поводом для укрепления спроса, но сегодня участникам придется отвлечь с рынка более 135 млрд руб. для погашения обязательств Минфина (с учетом привлеченных вчера средств) и ЖКХ. В случае, если не будет какой-либо дополнительной поддержки для ликвидности, сохранить покупательские настроения будет весьма проблематично.

От рубля сегодня мы ожидаем дальнейшего укрепления, при этом бивалютная корзина может опуститься до отметки 36,15 руб. Ставки денежного рынка, весьма вероятно, продолжат расти.

Ольга Ефремова

Алексей Егоров

Календарь событий

Долговой рынок

- 21 декабря Размещение: Вологодская область, 34002
- 22 декабря Размещение: Связь-Банк, 03
- 23 декабря Размещение: ВТБ БО-03, БО-04, БО-06, БО-07
Размещение: Каркаде, 02

Внешний долговой рынок

- 21 декабря Размещение UST-7 на 29 млрд долл.

Денежный рынок

- 21 декабря Выплата купона ОФЗ 26202 на 1,12 млрд руб.
Возврат Минфину 40,0 млрд руб. с депозитов банков (9 авг под 4,74%)
Возврат Минфину 55,0 млрд руб. с депозитов банков (1 ноя под 7,68%)
Возврат Минфину 46,0 млрд руб. с депозитов банков (29 ноя под 5,96%)
Возврат Фонду ЖКХ средств с депозитов (аукцион 16 ноя)

- 22 декабря Депозитный аукцион ЦБ на 1 месяц

Макроэкономические события

- 22 декабря Публикация актуализированного отчета по ВВП США за 3 квартал 2011 года.
- 23 декабря Заседание Банка России по ставкам

Корпоративные события

- 21 декабря Отчетность НМТП по МСФО за 9 мес.2011

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Новости коротко

Макроновости

- По данным Росстата, инвестиции в основной капитал в России в ноябре 2011 года выросли на 7,7% по сравнению с ноябрем 2010 года после повышения на 8,6% в октябре. В номинальном выражении объем инвестиций в ноябре составил 1,138 трлн руб. («+3,4%» к объему инвестиций за октябрь 2011 года). Всего за январь-ноябрь 2011 года инвестиции увеличились на 5,6% (в январе-ноябре 2010 года рост инвестиций составлял 4,4%, в том числе в ноябре был рост на 8,0%).
- Банк России в ноябре увеличил запасы монетарного золота в резервах на 0,36%, до 28,1 млн тройских унций (874 тн) на 1 декабря по сравнению с 28,0 млн тройских унций (870,9 тн) на 1 ноября. В целом за январь-ноябрь запасы золота в резервах увеличились на 10,6%, или на 2,7 млн унций (на 84 тн).

Корпоративные новости

- Чистая прибыль ГК «Аэрофлот» по итогам 9 месяцев 2011 в соответствии МСФО составила 383,7 млн долл., что на 36,6% превышает результат аналогичного периода 2010 г. Основными причинами роста показателя стали увеличение объемов работ, а также продажа в 1 полугодии 2011 года принадлежащих Аэрофлоту долей в дочерних и зависимых обществах: ОАО «СК Москва» (100% от УК), ЗАО «ТЭК Шереметьево» (31% от УК) и ЗАО «Дейт» (50% от УК), ЗАО «Нордавиа» (100% от УК). Выручка увеличилась на 24% до 3919,4 млн долл., в том числе выручка от перевозок увеличилась на 19,6% (3266,3 млн долл.). EBITDA составила 653 млн долл., что на 2% превышает результат аналогичного периода прошлого года, EBITDA margin - 17,0%.
/Finambonds/

Долговые рынки

- По данным Bloomberg, со ссылкой на долговое агентство Agence France Tresor, **Франция** сократила план размещения долговых обязательств на 2012 год. Так, в следующем году потребуются привлечь 177,9 млрд евро, а не 179 млрд евро, как предполагалось в сентябре 2011 года. Из обозначенной суммы привлечения 78,7 млрд евро необходимо направить на покрытие бюджетного дефицита и 97,9 млрд евро на погашение среднесрочных и долгосрочных облигаций.
- **ЗАО «Гидромашсервис»** (торгово-закупочная компания группы ГМС) планирует в январе 2012 года разместить облигации серии 02 на 3 млрд руб. Трехлетние бонды будут размещаться по схеме book building по номиналу в 1 тыс. руб. По выпуску возможно объявление оферты в зависимости от рыночных условий и характера спроса. Также предусмотрена возможность досрочного погашения бумаг по усмотрению эмитента.
- 16 декабря 2011 года **Альфа-Банк** закрыл клубную сделку по привлечению синдицированного кредита на сумму 250 млн долл. на срок 12 месяцев. Процентная ставка по кредиту составляет LIBOR + 175 б.п. Полученные средства банк направит на кредитование корпоративных клиентов.
- ЗАО «Ипотечный агент Возрождение 1» (SPV-компания банка **Возрождение**) назначило на 27 декабря размещение ипотечных облигаций класса «А». Напомним, что банк еще в конце октября сообщил о планах по размещению выпуска облигаций с ипотечным покрытием на сумму 2,9 млрд руб. класса «А» и 1,1 млрд руб. облигаций класса «Б». Облигации класса «А» подлежат полному погашению 10 августа 2044 года. Банк не сообщал о сроках размещения бондов класса «Б».

Рейтинги и прогнозы

- Агентство Moody's подтвердило долгосрочный рейтинг по депозитам в иностранной и национальной валюте **ОТП Банка (Россия)** на уровне «Ba2» со «Стабильным» прогнозом. Как сообщалось ранее, 29 ноября 2011 года Moody's понизило долгосрочный рейтинг по депозитам в иностранной и национальной валюте ОТП Банка с «Ba1» до «Ba2». Рейтинги были помещены на пересмотр с возможностью дальнейшего понижения.

Главные новости

Газпром в 2012 году планирует снизить уровень CAPEX примерно вдвое.

Накануне состоялось заседание совета директоров Газпрома, в ходе которого было принято решение о снижении уровня CAPEX в следующем году до \$22 млрд (в этом году мы ожидаем значение данного показателя в районе \$46 млрд). Кроме того, по итогам работы в 2011 г. концерн намерен выплатить в виде дивидендов 8,4 руб. на акцию (окончательное решение будет принято весной). Эти два события означают, что в случае, если утвержденные цифры не претерпят существенных изменений (как это произошло, например, в нынешнем году), то свободный денежный поток Газпрома в 2012 г. может составить рекордные \$27 млрд.

Событие. Накануне совет директоров Газпрома утвердил бюджет и инвестиционную программу на 2012 г., а также принял к сведению информацию и прогноз финансовых планов на 2013-2014 гг. Объем освоения инвестиций в 2012 г. составит примерно \$24 млрд, из них CAPEX - \$22 млрд. Также компанией был обнародован предварительный размер дивидендных выплат по итогам работы в 2011 г. – 8,4 руб. на акцию (окончательное решение будет принято весной).

Комментарий. В нашем ежедневном обзоре от 19.12.2011 г. мы подробно рассматривали вопросы, связанные с будущей динамикой инвестиций Газпрома на период 2012-14 гг. Почти двукратное снижение CAPEX концерна в 2012 г. может привести к формированию у компании рекордного по размеру свободного денежного потока порядка \$27 млрд. Новость, безусловно, является позитивной для кредитного профиля компании.

Вместе с тем, сохраняются опасения относительно возможного пересмотра Газпромом планируемого уровня инвестиций в сторону повышения (как это произошло в нынешнем году, когда инвестпрограмма компании была пересмотрена с 816 млрд руб. до 1,3 трлн руб.). Кроме того, от Газпрома вполне можно ожидать увеличение уровня CAPEX примерно до \$50 млрд в течение 2013 и 2014 гг., которое вновь способно снизить размер свободного денежного потока к нулевым отметкам.

Денис Борисов

Газпром сократит долю в Газпромбанке в 2013 году.

С учетом того, что, во-первых, событие ожидаемое, во-вторых, по нашему мнению, с высокой долей вероятности пакет будет приобретен госструктурой, мы на текущей стадии не ожидаем влияния данной новости на обязательства банка.

Событие. Вчера Совет директоров Газпрома рассмотрел бюджет на ближайшие 3 года. Часть решений затрагивает его аффилированные компании, в частности – Газпромбанк. Так, в 2013 году концерн планирует выручить за акции кредитной организации 40 млрд руб.

Комментарий. В целом, вряд ли новость можно назвать неожиданной, поскольку Газпром не раз озвучивал пожелания по выходу из данного актива. Да и последние изменения в акционерной структуре, в частности – вхождение в состав акционеров ВЭБа, приводят нас к мысли о предстоящих изменениях. Вероятно, грядущие существенные инвестиции подталкивают концерн к более решительным действиям.

Что касается непосредственно ГПБ, то его состояние можно назвать несколько неопределенным. Однако, во-первых, исходя из оценки банка в рамках текущей допэмиссии, речь идет не о реализации всей доли, а пакета в пределах 10% (сейчас непосредственно Газпрому принадлежит 41,73% без учета последней допэмиссии). Таким образом, вероятно, блок-пакет останется все же у монополии. Во-вторых, немаловажное значение имеет сохранение объема денежных средств «родственных» компаний (около 1/4 средств клиентов на 1 июля 2011 года по МСФО), находящихся на счетах банка. Есть вероятность, что при появлении нового мажоритарного акционера, данные средства, по крайней мере, на какой-то период останутся в ведении банка.

На наш взгляд, с высокой долей вероятности события будут развиваться по сценарию ТрансКредитБанка, принадлежавшего ранее другому монополисту – РЖД. При переходе в 2010 году контроля к ВТБ сотрудничество с бывшим собственником сохранилось, хотя в 3 квартале 2011 года мы и наблюдали некоторый отток средств. Одним из условий, на

наш взгляд, станет принадлежность ключевого акционера государству. Однако претендентов, на самом деле немного: из крупных финансовых госкомпаний можно перечислить ВЭБ, Сбербанк и ВТБ. Последний уже прошел за последний год две консолидации – с ТКБ и Банком Москвы. Укрупнение Сбербанка может привести к усилению концентрации в отрасли – на него и так приходится более 25% банковских активов РФ (с ГПБ было бы более 30%). С учетом того, что ВЭБ участвует в текущей допэмиссии и уже имеет опыт работы с дочерними банками (Глобэкс, Связь-Банк), мы не исключаем, что он и станет приобретателем доли Газпрома в 2013 году. Это отчасти нивелирует риски снижения международных рейтингов, которые находятся в сильной зависимости от акционерной структуры, поскольку агентства рассматривают банк как квазисуверенного заемщика. Переход доли от одной госкомпании к другой позволит сохранить данный подход.

Финансовые показатели Газпромбанка по МСФО

Показатели отчетности, млрд руб.	2010	пол.2011
Активы	1 952	1 985
Кредиты (net)	1 033	1 022
Кредиты (gross)	1 084	1 075
доля в активах	52,9%	54,2%
NPL (>90дн.)	2,1%	1,9%
уровень резервов	4,7%	4,9%
Финансовые активы	230	257
доля в активах	11,8%	13,0%
Средства клиентов	1 185	1 244
доля в активах	60,7%	62,6%
Коэффициент достаточности общего капитала	16,8%	17,3%
Чистые процентные доходы (до вычета резервов)	32	28
Прибыль	66	38
Качественные показатели деятельности		
	пол. 2010	пол.2011
ROE	30,4%	32,3%
ROA	3,7%	3,8%
C / I	27,1%	31,8%
NIM	1,9%	3,5%

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Елена Федоткова

Отчетность Транснефти за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по IFRS.

Накануне Транснефть обнародовала финансовую отчетность по IFRS за 3 квартал 2011 года, результаты которой в целом оказались в рамках наших ожиданий и рыночного консенсуса. При этом более существенное снижение чистой прибыли, по сравнению с предварительными оценками, связано не только с убытками по курсовым разницам, возникшими в результате изменения валютного курса, но и с 23% уровнем эффективной ставки по налогу на прибыль.

Событие. Вчера Транснефть представила финансовую отчетность за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по IFRS.

Комментарий. В целом, финансовые результаты Транснефти не преподнесли особых сюрпризов. Так, квартальная выручка компании выросла на 0,9%: снижение индикативной стоимости прокачки по маршруту Западная Сибирь – Приморск на \$0,1/bbl (с \$6,3/bbl до \$6,2/bbl) за счет ослабления курса рубля было нивелировано увеличением объемов прокачки (за счет большего количества дней и роста среднесуточной добычи ТНК-ВР, Роснефти и Сургутнефтегаза). За 9 мес. 2011 г. выручка возросла на 45,4% до \$15,5 млрд. Показатель EBITDA Транснефти в 3 кв. вырос на 2,3% до \$2,63 млрд ко 2 кв. за счет увеличения выручки, снижения себестоимости реализованной нефти, а также хорошего контроля над расходами

(уменьшение затрат на электроэнергию и прочих расходов). При этом ожидаемое обвальное снижение чистой прибыли («-49%» до \$794 млн) обусловлено негативным эффектом от курсовых разниц (по сравнению с долларом ослабление национальной валюты на конец периода составило почти 14%), а также высоким уровнем эффективной ставки по налогу на прибыль (23%). Что касается 9 мес. 2011 г., то EBITDA и чистая прибыль, как и выручка за аналогичный период, продемонстрировали двузначный рост на 38,4% до \$7,7 млрд и на 92,6% до \$5,3 млрд соответственно.

Динамика свободного денежного потока компании в 3 кв. также выглядела достаточно неплохо: отрицательное значение данного показателя составило всего \$305 млн против минус \$1,44 млрд кварталом ранее. Основными драйверами улучшения динамики FCF стали эффективная работа с оборотным капиталом и сокращение капитальных вложений (с \$2,4 млрд до \$1,7 млрд). Что касается долговой нагрузки, то она несколько возросла относительно 2010 г. на фоне увеличения размера долга: Чистый долг/EBITDA – с 1,3х до 1,5х (без учета вложений компании в краткосрочные финансовые инструменты).

В ближайшее время внимание инвесторов будет сосредоточено на возможном проведении IPO обыкновенных акций и увеличении дивидендных выплат за счет отнесения показателя pay-out ratio к отчетности по МСФО. Мы не ожидаем влияния финансовых результатов на котировки долговых инструментов компании.

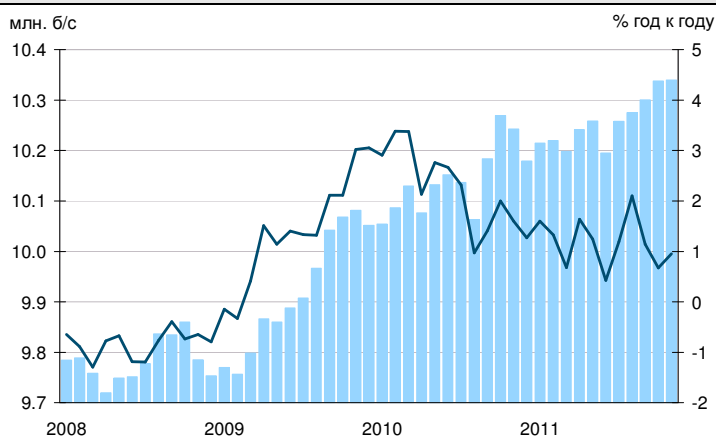
Финансовые результаты Транснефти за 3 кв. 2011 г по IFRS

\$ млн	2 кв. 2011	3 кв. 2011	+/- КВ-К-КВ, %	9 М 2010	9 М 2011	+/- г-г-г, %	2011 П
Выручка	5 070	5 118	0.9	10 639	15 473	45.4	20 520
ЕБИТДА	2 575	2 634	2.3	5 574	7 712	38.4	10 495
Рентабельность EBITDA	50,8%	51,5%	0,7 п.п.	52,4%	49,8%	-2,6 п.п.	51,1%
Свободный денежный поток	- 1 436	-305	п.а.	-762	- 1 959	п.а.	neg.
Чистая прибыль	1 552	794	- 48.9	2 762	5 319	92.6	6 840
Чистый долг*	13 345	15 000	12.4	10 018	15 000	49.7	15 300
Чистый долг/ЕБИТДА	-	-	-	1,35	1,46	-	-
Добыча нефти в РФ, млн т	128.5	129.0	0.4	376.6	381.4	1.3	511.1
Индикативный тариф, \$/bbl.	6.3	6.2	-1.6	5.2	6.2	19.2	6.2

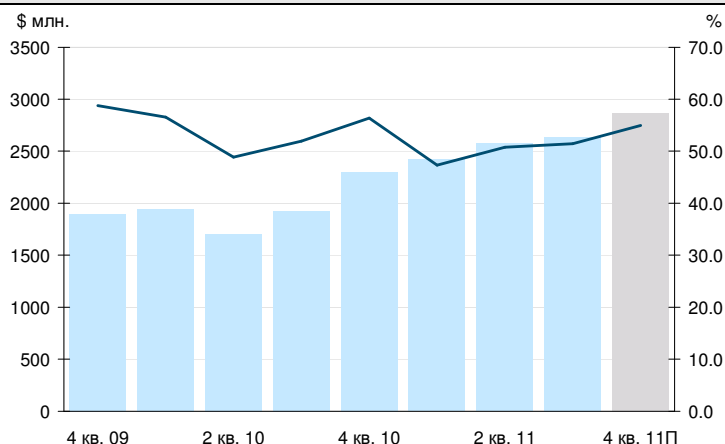
Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

*Долг за вычетом денежных средств на счетах

Динамика добычи нефти в РФ



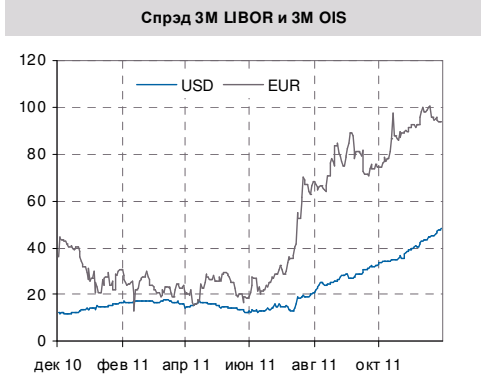
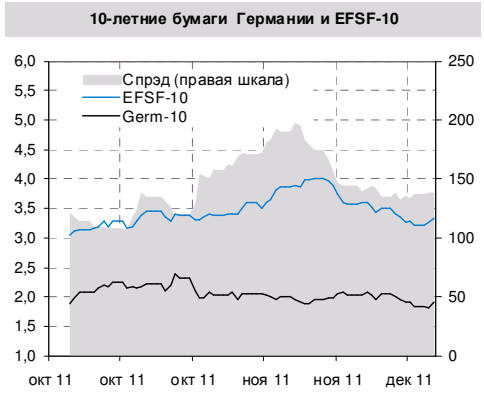
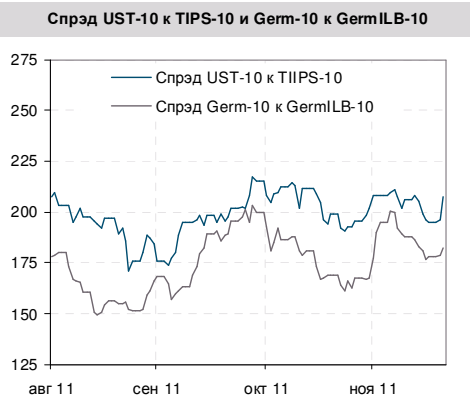
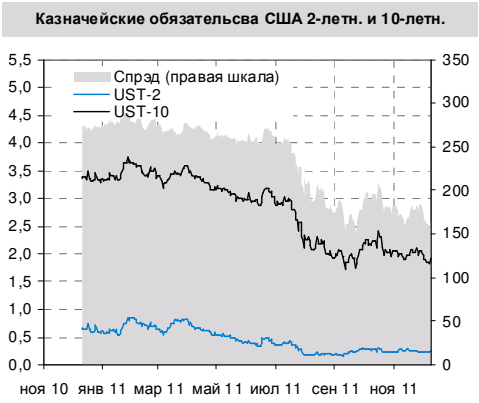
Динамика показателей EBITDA и рентабельности по EBITDA Транснефти



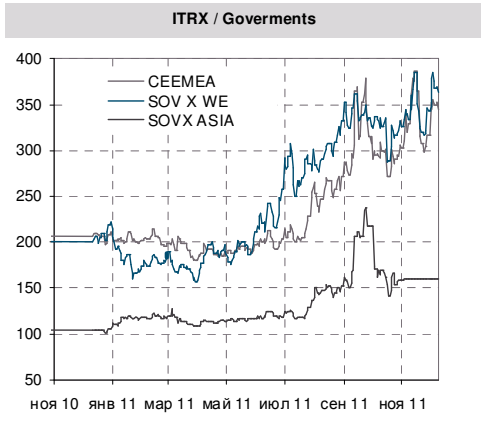
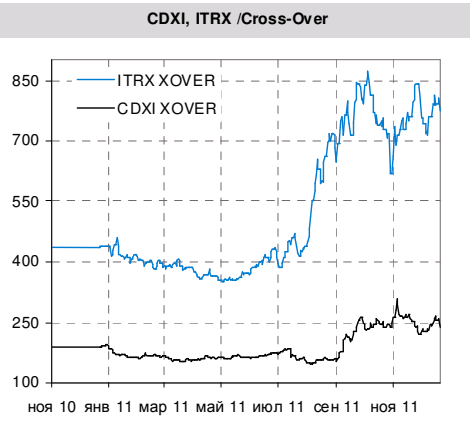
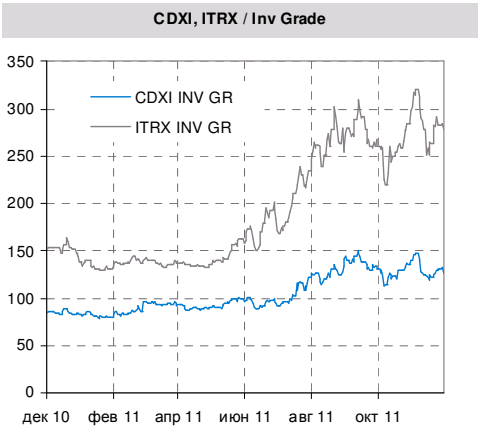
Источники: Reuters, данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

*Денис Борисов
Александр Полютов*

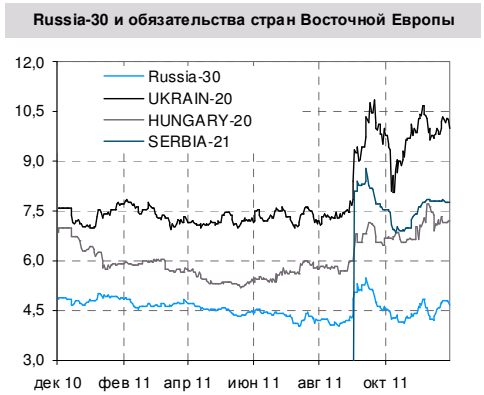
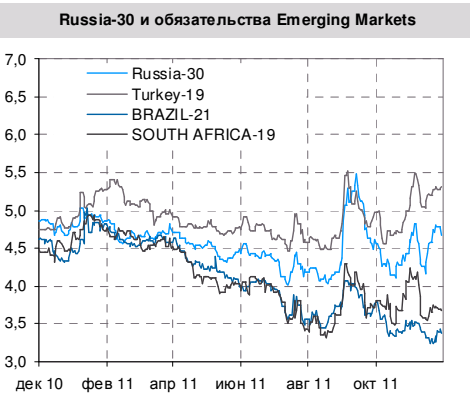
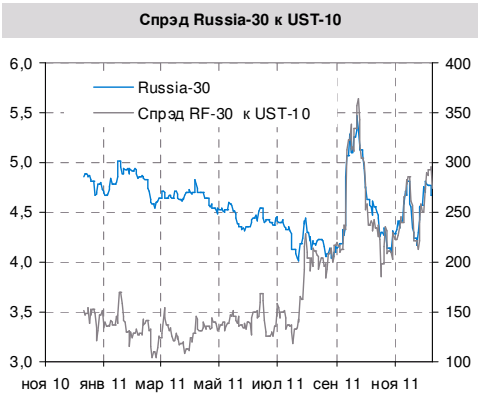
ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ



ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

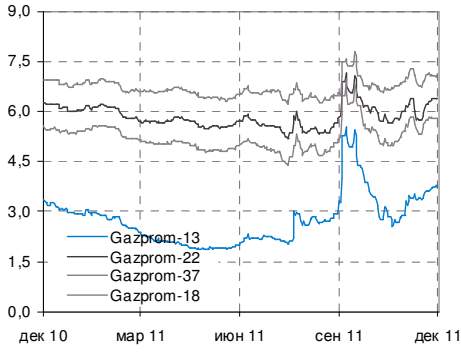


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

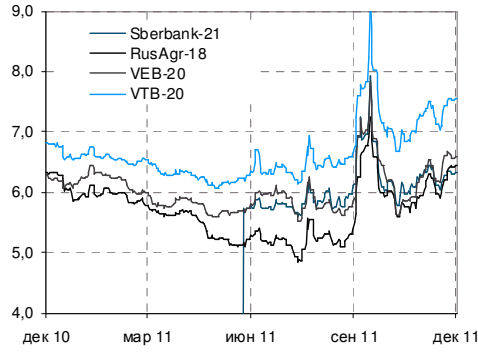


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

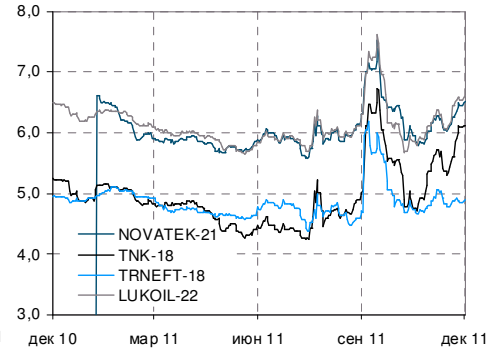
Еврооблигации Газпрома



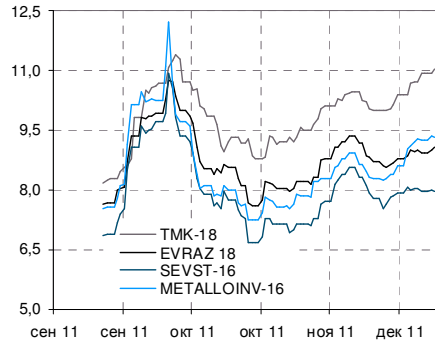
Евробонды госбанков



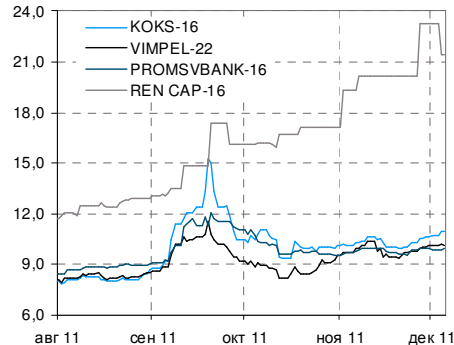
Еврооблигации нефтегазового сектора



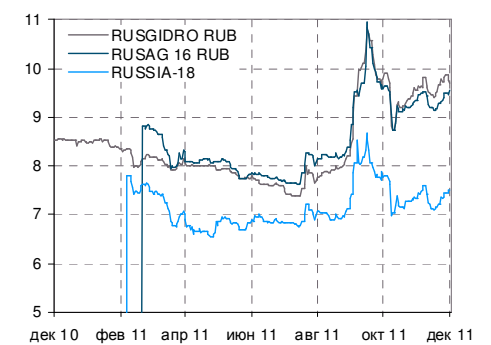
Еврооблигации металлургического сектора



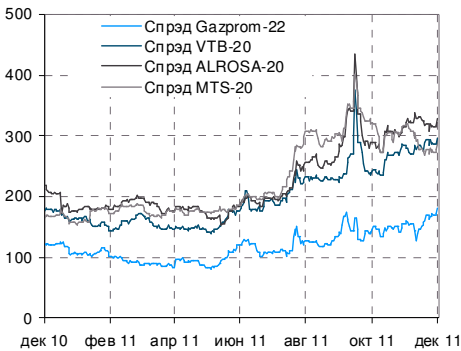
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



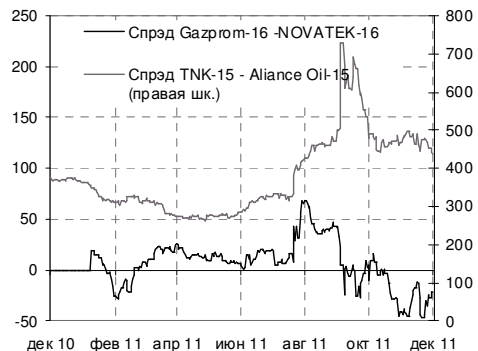
Еврооблигации, номинированные в рублях



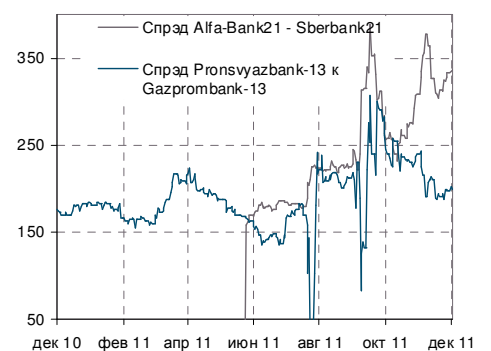
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

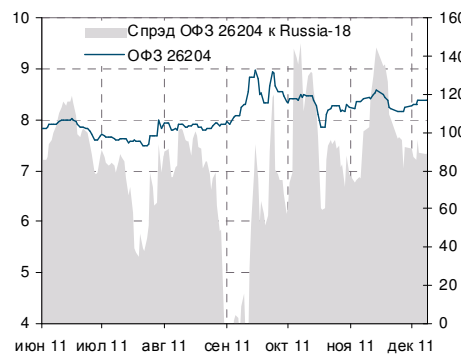


Спрэды в банковском секторе

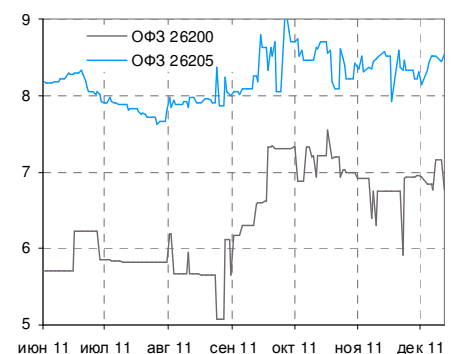


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

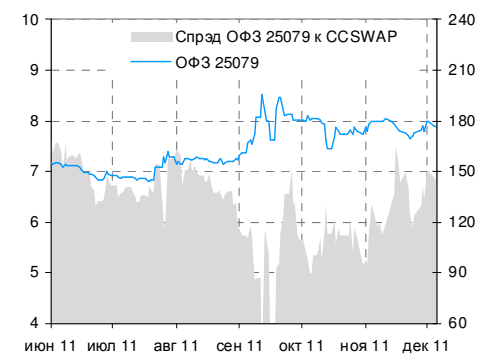
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

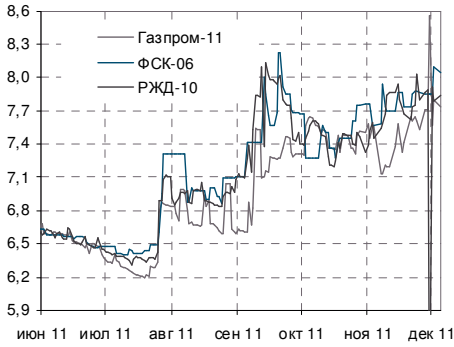


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

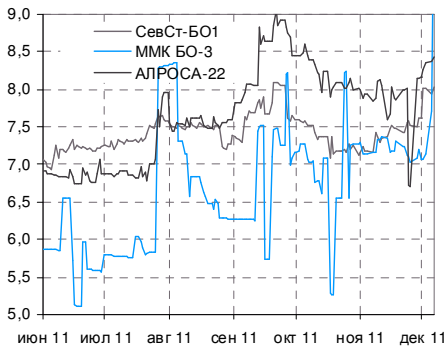


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

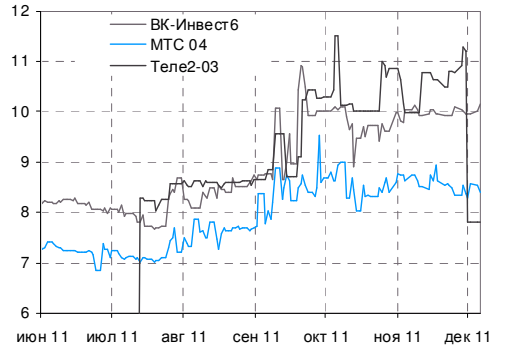
Доходности российских монополий



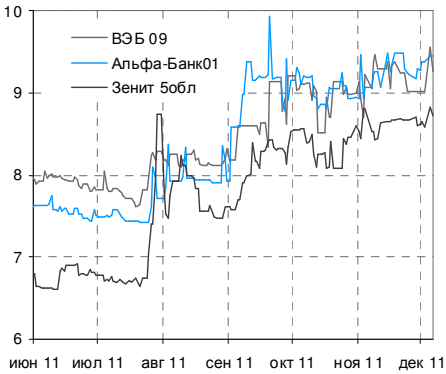
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



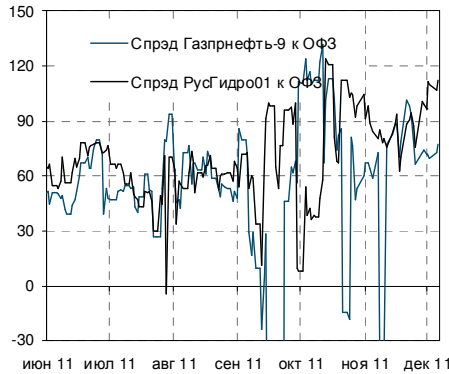
Доходности "Телекоммуникации"



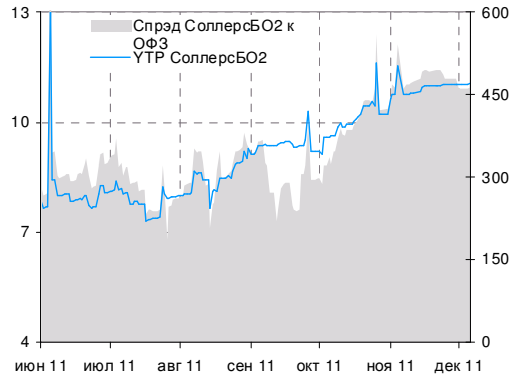
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

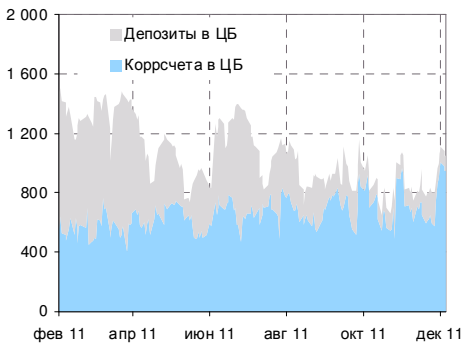


Облигации с текущей доходностью выше 10%

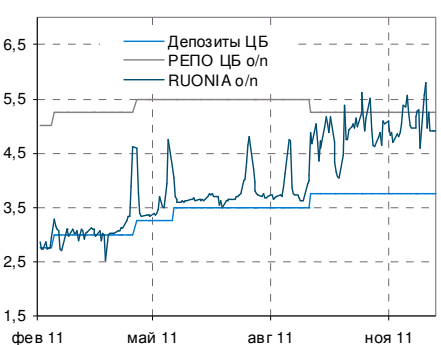


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

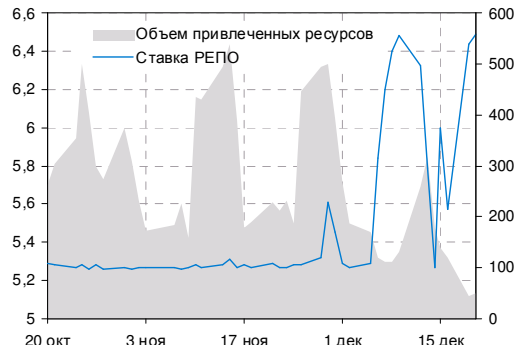
Динамика депозитов и остатков на кор. счетах



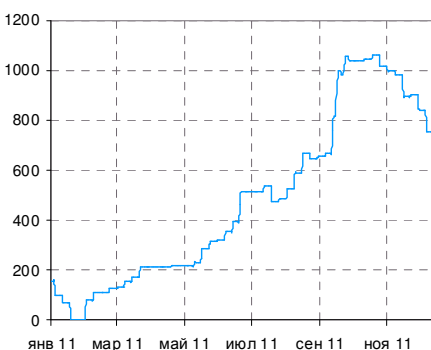
Динамика ставок денежного рынка



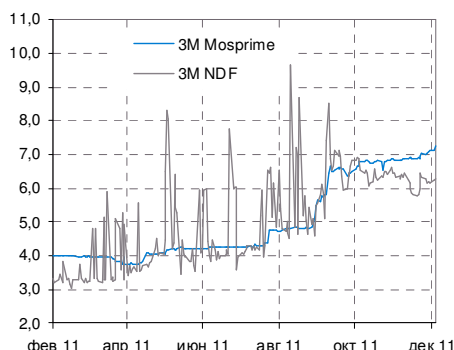
Динамика объемов и ставок РЕПО (о/п)



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 Воллов, CFA

Volov_YM@nomos.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин

Lyamin_MY@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin_IA@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

**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 рассматривает в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

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

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