

Конъюнктура рынков

Внешние рынки

Международные площадки продолжают жить слухами.

Российские еврооблигации

Инвесторы в российские еврооблигации сохраняют интерес к покупкам, причем как в наиболее качественных бондах, суверенных и характеризующихся квази-рисками, так и в категории high yield.

Рублевые облигации

В сегменте рублевых облигаций по-прежнему без избыточного оптимизма, но вчерашняя динамика рубля поддержала сегмент, осторожно «возвращая» покупателей не только в ОФЗ, но и в корпоративный сектор.

FX/Rates

На локальном валютном рынке, на фоне позитива с европейских площадок, наблюдалось укрепление позиций рубля.

Наши ожидания

Сегодня ключевые европейски индексы торгуются в красной зоне, что будет оказывать давление на долговой рынок региона.

Российским еврооблигациям будет непросто удержать положительную ценовую динамику под давлением нестабильных внешних настроений и опасений того, что преобладающая масса новостей сегодняшнего дня, особенно из США, не будет позитивной. Вместе с тем, шансы для этого сохраняются.

В сегменте рублевых бондов общий настрой в значительной мере будет определять динамика национальной валюты, в то время как итоги аукциона по ОФЗ 26208, на наш взгляд, довольно предсказуемы: инвесторам новое предложение интересно с доходностью ближе к верхней границе объявленного индикатива – не менее 7,79% годовых.

Рубль сегодня, скорее всего, будет демонстрировать смешанную динамику в отсутствии дополнительного позитива с внешних площадок. В случае изменения ситуации у национальной валюты есть все шансы продолжить укрепление.

Главные новости

X5: по-прежнему слабые результаты за 1 пол 2012 г.

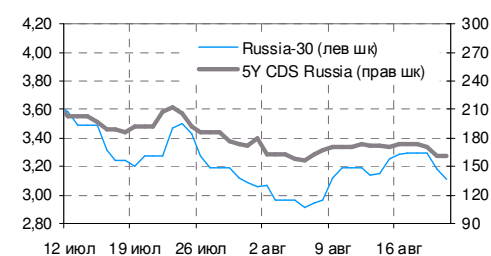
Компания вновь показала слабые результаты, что, впрочем, было предсказуемо. Сети пока не удастся преломить негативный тренд замедления LFL-продаж. Долговая нагрузка X5 остается высокой, риски рефинансирования умеренные. Бумаги X5 и Копейки непривлекательны.

Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	3,11	-7
CDS России	161	-9
MOSPRIME o/n	5,89	38
NDF 3M	6,51	-8

	значение	изм
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	887,3	41
Остатки на депозитах, млрд руб.	99,4	3
Доллар / рубль (ЦБ), руб	31,77	-0,28
Корзина (ЦБ), руб	35,28	-0,16

Динамика доходности Russia-30 и CDS России



Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3M	0,43	0,0
ERIBOR 3M	0,32	-0,7
EUR/USD	1,25	
UST-10	1,80	-1
Германия-10	1,56	5
EFSF-10	2,16	3
Италия - 10	5,65	-11
Испания - 10	6,18	-7
Португалия-10	9,07	-35
CDS 5Y Ирландия	430	-10
CDS 5Y Португалия	686	-14
CDS 5Y Италия	396	-22
CDS 5Y Испания	447	-22

Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	561,5	-8
iTRAXX CEEMEA 5Y	234,9	-7
iTRAXX SOVX WE 5Y	226,2	-4

Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 25075	7,26	4
ОФЗ 26205	7,82	-4
ОФЗ 26207	7,81	-52
Газпром-11	7,45	-1
РЖД-10	7,42	2
ФСК-15	8,01	0
MTC-05	9,28	0
ВымпелКом-4	9,74	-3
Металлинвест-5	9,42	-12
Северсталь-БО1	7,68	15
РусалБр-8	14,71	7
РСХБ-15	8,32	8

Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	6,36	2
Gazprom-37	5,44	-11
Sberbank-21	4,82	-7
AlfaBank-21	7,22	-5
Evraz-18	7,24	-10
Vimpel-22	7,42	-19
TNK-BP-18	4,05	0

Акрон (B1/-/B+): итоги 2 квартала 2012 года по МСФО.

Опубликованные финансовые результаты оказались хуже итогов компании по РСБУ и наших оценок, как мы полагаем из-за более низких объемов продаж неосновной продукции. В целом финансовые показатели компании выглядят сильно, мы также обращаем внимание на солидный «денежный мешок», накопленный компанией и неожиданное приобретение собственных акций на 2 млн долл. на открытом рынке. Тем не менее, мы обращаем внимание на наращивание объема краткосрочного долга.

Alliance Oil company: слабые итоги второго квартала и первого полугодия 2012 года.

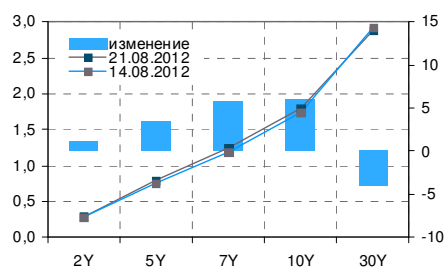
На фоне снижения цен на нефть, роста таможенных пошлин и убытков, обусловленных курсовыми изменениями, компания представила слабые результаты. Долг остался без изменений. Короткие рублевые облигации выглядят интересными к покупке.

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

Кривая доходности гособлигаций США



Международные площадки продолжают жить слухами.

Международные площадки продолжают жить слухами. Появившаяся информация о том, что ЕЦБ может принять меры по контролю спрезов доходностей стран ЕС, сформировали позитивный фон. Подобное действие регулятора немного противоречит условиям предоставленного мандата о поддержании ценовой стабильности в регионе, а также ранее сделанным заявлениям об оказании поддержки странам через выкуп гособлигаций только в случае официального обращения. Кроме того, не до конца ясным остается приемлемый уровень отклонения доходностей между странами. Вместе с тем, следует выделить, что на прошедших вчера аукционах по размещению испанский векселей инвесторы продемонстрировали высокий спрос.

Итоги аукционов по размещению векселей Испании

12 месяцев

Дата	21 авг	17 июл	19 июн	14 май
Объем размещения млн евро	3532,98	2599,00	2400,51	2192,45
Доходность средневзвешенная, %	3,07	3,92	5,07	2,99
bid/cover	1,91	2,23	2,16	1,84

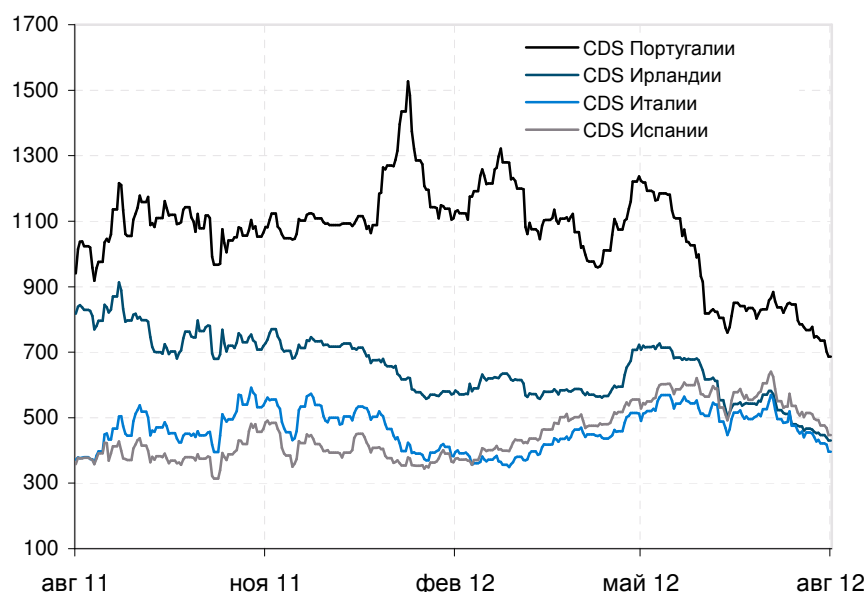
18 месяцев

Дата	21 авг	17 июл	19 июн	14 май
Объем размещения млн евро	981,63	961,80	639,28	711,43
Доходность средневзвешенная, %	3,34	4,24	5,11	3,30
bid/cover	3,98	3,66	4,42	3,23

Источник: Bloomberg

Также вчера на рынке отмечалось снижение стоимости страховок от неисполнения обязательств по гособязательствам странами ЕС.

CDS стран Европы



Источник: Bloomberg

В целом вчерашний день завершился на вполне позитивной ноте. Вместе с тем, не обошлось и без негативных моментов, к которым можно отнести информацию о том, что Греция планирует обратиться к Тройке кредиторов за «небольшой» отсрочкой в два года по введению условий, выдернутых в рамках оказания финансовой помощи. Причиной для этого

стало и без того плохое состояние экономики страны, которая, в случае ужесточения налоговых мер, а также продолжения сокращения затрат на госсектор, не сможет выбраться из рецессии и продолжит сжиматься. При этом премьер-министр Германии ранее уже комментировал подобный вариант развития событий, высказывая резко негативное отношение к возможным послаблениям требований, что на фоне запланированной на сегодня встречи между премьер-министром Греции и представителем Еврогруппы о продлении на два года срока действия программы бюджетной экономии в стране может не лучшим образом отразиться на ходе переговоров.

По итогам вчерашнего дня на глобальных площадках можно было наблюдать осторожные попытки инвесторов перейти из «качественных» в более доходные и рискованные активы. Так, доходности десятилетних бумаг Германии и Франции выросли, тогда как бонды той же срочности Италии и Испании, напротив, выросли в цене. Вместе с тем, позитив, царивший на европейских площадках, не затронул рынок США, где в ходе американской сессии наблюдались снижение биржевых индексов и рост спроса на защитные инструменты (UST-10 YTM 1,799%, «-0,7 б.п.»).

На международном валютном рынке в ходе торгов в понедельник инвесторы активно скупали европейскую валюту, что позволило паре EUR/USD достигнуть уровня 1,247х.

Алексей Егоров

Российские еврооблигации

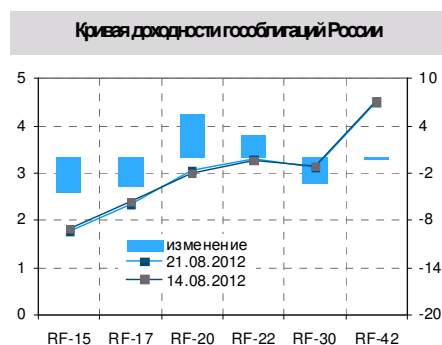
Инвесторы в российские еврооблигации сохраняют интерес к покупкам, причем как в наиболее качественных бондах, суверенных и характеризующихся квази-рисками, так и в категории high yield.

В ходе вчерашних торгов инвесторы проявляли довольно позитивный настрой в отношении российских еврооблигаций. Вероятно, этому способствовал оптимизм внешних площадок в отношении рискованных активов на идее возможного появления каких-либо благоприятных новостей из Европы по ходу намеченных на этой неделе высокопоставленных встреч, предполагающих прогресс в решении имеющихся финансовых проблем в регионе. Кроме того, уверенная положительная динамика нефтяных цен также оказывала усиленную поддержку российским активам.

Так, уже при открытии торгов обозначился ощутимый «гэп» вверх, который закрепился первыми сделками, в дальнейшем положительная ценовая динамика сохранилась.

В сегменте суверенных бумаг можно было наблюдать первые сделки вторника в Russia-30 по 124,50% (YTM 3,15%), что на 25 б.п. выше предыдущего закрытия. При этом к концу дня котировки бенчмарка «подтянулись» к 124,875% (YTM 3,11%), что обеспечило снижение доходности на 7 б.п. В Russia-42 тренд был аналогичным, однако «шаг» изменения котировок шире: при открытии бонд котировался по 117,50% (YTM 4,54%), подорожав с 116,25% (YTM 4,62%) накануне, а последние сделки вторника проходили по 118,25% (YTM 4,50%).

В корпоративном секторе спрос изначально концентрировался на квази-суверенных рисках: активные покупки были в выпусках Сбербанка, ВЭБа, двигая котировки банковских бондов вверх в диапазоне от 50 до 75 б.п. как на длинной, так и на среднесрочной дюреции. Кроме того, активно прибавляли в цене бумаги РЖД (по итогам дня переоценка составила порядка 1%), Газпрома (длинные серии Gazprom-34 и Gazprom-37 подорожали более чем на 1,5%) и Лукойла (по всей кривой порядка 75-100 б.п.). Во второй половине дня активизировался спрос на «второй эшелон»: бонды ВымпелКома подорожали на длинной дюреции более чем на 1%). Спрос на бумаги Евраза и Северстали пододвинул их



котировки вверх на 50-75 б.п.

Ольга Ефремова

Рублевые облигации

В сегменте рублевых облигаций по-прежнему без избыточного оптимизма, но вчерашняя динамика рубля поддержала сегмент, осторожно «возвращая» покупателей не только в ОФЗ, но и в корпоративный сектор.

Во вторник сегмент рублевых облигаций выглядел несколько живее, чем накануне. Ощущалось благоприятное веяние внешних настроений, обеспечивающих рублю возможность некоторого укрепления, а инвесторам надежд пусть и на непродолжительный, но все же ценовой рост.

Очевидно, что участники предпочитают сохранять осторожность в покупках, не рассматривая текущую ситуацию как начало долгосрочного позитивного тренда, но упускать благоприятный момент не настроены. При этом вчера покупки можно было наблюдать не только в сегменте ОФЗ, но и в некоторых корпоративных выпусках, хотя, превзойти сегмент госбумаг по концентрации торговой активности корпоративному сектору еще, судя по всему, удастся не скоро.

Итак, в госбумагах вчера положительные переоценки на уровне 20-25 б.п. были в выпусках серий 25080, 26204, 26205, 26207. При этом в отношении серии 26208 энтузиазм покупателей, скорее всего, сдерживали новости о сегодняшнем аукционе на 15 млрд руб. Как мы ожидаем, оглядываясь на вчерашнюю динамику госбумаг, основной спрос будет соответствовать верхней границе индикатива, обозначенного Минфином (7,75% – 7,8%). И лишь при обеспечении доходности отсечения на уровне не ниже 7,79% годовых возможно будет разместить большую часть предлагаемого объема.

В корпоративном секторе покупателям были интересны бумаги ВымпелКома, что обеспечило им переоценку в пределах 25 б.п., также в «плюсе» от 5 до 20 б.п. при наличии более-менее заметных оборотов день завершился для выпусков Газпром нефть-11, ФСК-18, МСП Банк-1, РЖД-16, ТКС Банк-БО2, РСХБ-БО5. Не исключаем, что сохраняющаяся минимальная активность вторичного корпоративного сегмента испытывает на себе дополнительное давление притока первичного предложения, главным образом, со стороны выпусков финансового сектора.

Ольга Ефремова

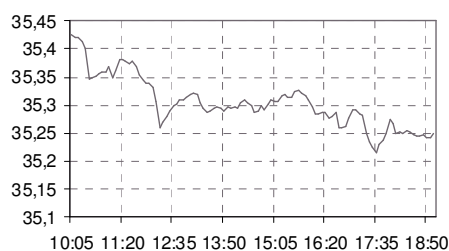
Forex/Rates

На локальном валютном рынке на фоне позитива с европейских площадок наблюдалось укрепление позиций рубля.

При открытии торгов на российских площадках инвесторы начали активно формировать позиции в национальной валюте. При этом курс доллара уже к середине дня достиг отметки 31,79 руб., а стоимость бивалютной корзины - 35,25 руб. К моментам, которые способствовали росту спроса на национальную валюту среди локальных участников, можно отнести: резкое восходящее движение пары EUR/USD, а также сохранение вполне комфортной ситуации на сырьевых площадках, где нефть марки Brent продолжает торговаться выше отметки 114 долл. за барр. В целом, внешний фон, сформировавшийся уже после открытия российских торгов, выглядел вполне позитивно. По итогам торгов курс доллара составил 31,7 руб., а стоимость бивалютной корзины - 35,24 руб.

Ликвидность банковской системы, вопреки ожиданиям о ее сокращении, напротив, увеличилась. Сокращение лимита по семидневному РЕПО от ЦБ на 120 млрд руб. до 1,08 трлн руб. было компенсировано

Динамика бивалютной корзины



поступлением средств от ранее проведенного трехмесячного РЕПО. Кроме того, рост активности Федерального Казначейства в предоставлении ресурсов банковской системе через депозитные аукционы также оказал поддержку денежному рынку. Согласно данным ЦБ, сумма остатков на корсчетах и депозитах увеличилась на 43,8 млрд руб. до 986,7 млрд руб. При этом ставки на рынках МБК и РЕПО немного выросли: MosPrime o/n – 5,89%.

Алексей Егоров

Наши ожидания

Сегодня ключевые европейски индексы торгуются в красной зоне, что будет оказывать давление на долговой рынок региона.

Российским еврооблигациям будет непросто удержать положительную ценовую динамику под давлением нестабильных внешних настроений и опасений того, что преобладающая масса новостей сегодняшнего дня, особенно из США, не будет позитивной. Вместе с тем, шансы для этого сохраняются.

В сегменте рублевых бондов общий настрой в значительной мере итоги аукциона по ОФЗ 26208, на наш взгляд, довольно предсказуемы: инвесторам новое предложение интересно с доходностью ближе к верхней границе объявленного индикатива – не менее 7,79% годовых.

Рубль сегодня, скорее всего, будет демонстрировать смешанную динамику в отсутствии дополнительного позитива с внешних площадок. В случае изменения ситуации у национальной валюты есть все шансы продолжить укрепление.

Ольга Ефремова
Алексей Егоров

Календарь событий

Долговой рынок

- | | |
|------------|--|
| 22 августа | Размещение: ОФЗ 25080 на 15,0 млрд руб. |
| 23 августа | Размещение: Банк Петрокоммерц, БО-02, БО-03. |

Внешний долговой рынок

- | | |
|------------|--|
| 22 августа | Размещение: 2 летних гособлигаций Германии на 5 млрд евро. |
| 23 августа | Размещение: 5 летних TIPS. |

Макроэкономические события

- | | |
|------------|---|
| 22 августа | США: Протоколы предыдущего заседания Комитета по открытым рынкам ФРС. |
| 23 августа | Германия: ВВП, финал, кв/кв.
ЕС: предварительные индексы PMI производственном секторе и сфере услуг Германии, Франции, ЕС в целом.
ЕС: Индекс потребительского доверия в Еврозоне.
США: Продажи новых домов. |

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Новости коротко

Макроновости

- **Российская Федерация** 22 августа 2012 года официально стала полноправным 156 членом Всемирной торговой организации (ВТО). Напомним, 23 июля правительство РФ уведомило секретариат ВТО о завершении Россией внутригосударственных процедур, необходимых для вступления в ВТО, включая ратификацию подписанного в Женеве 16 декабря 2011 года протокола о присоединении РФ к Марракешскому соглашению об учреждении ВТО от 15 апреля 1994 года.

Корпоративные новости

- **ХКФ-Банк** подписал соглашения с голландской компанией Rukonfin B.V. на осуществление серии сделок по продаже части своего портфеля потребительских (POS) кредитов, планируемый объем продажи - 5 млрд руб. Продажа кредитов с премией позволит банку сразу реализовать накопленный экономический эффект по данному портфелю и направить полученные деньги «на финансирование своей основной деятельности в период традиционного пикового спроса на кредиты во второй половине года». В будущем не исключена продажа других портфелей потребкредитов компании Rukonfin в рамках установленной ФАС (22 млрд руб.). /Интерфакс/

Долговые рынки

- Сегодня в котировальном списке «А» первого уровня ФБ ММВБ начнутся торги облигациями **ОАО «МЕТКОМБАНК» (г.Каменск-Уральский)** серии 01 объемом 2 млрд руб.. Выпуск был размещен в апреле 2012 года сроком на 3 года.
- С 22 августа торги облигациями **«БНП ПАРИБА Банк» (ЗАО)** серии 01 объемом 2 млрд. руб. будут проходить в котировальном списке «Б» ФБ ММВБ. Выпуск был размещен в марте 2011 года сроком на 3 года.
- Ставка 1 купона по биржевым облигациям **ОАО Банк «Петрокоммерц»** серии БО-02 объемом 3 млрд. руб. установлена по результатам сбора заявок на уровне 9,2% годовых, по облигациям серии БО-03 объемом 5 млрд. руб. - на уровне 9,7% годовых. Как сообщалось ранее, индикативный диапазон ставки 1 купона по биржевым облигациям серии БО-02 был установлен эмитентом на уровне 9,00-9,40% годовых (доходность к оферте - 9,20-9,62% годовых), по облигациям серии БО-03 – 9,50-9,90% годовых (доходность к оферте - 9,72-10,14% годовых). Техническое размещение выпусков на ФБ ММВБ состоится 23 августа. По серии БО-02 предусмотрена оферта через 1 год, по серии БО-03 – через 1,5 года.
- Спрос на облигации **Ярославской области** серии 34011 объемом 3 млрд руб. превысил предложение почти в 2 раза и составил более 5,8 млрд руб. Эмитент принял решение удовлетворить 21 заявку инвесторов на общую сумму 3 млрд руб. Напомним, ставка 1 купона по облигациям была установлена по результатам сбора заявок в размере 9,1% годовых. Размещение бумаг на ММВБ запланировано на 24 августа 2012 года.

Рейтинги и прогнозы

- Fitch присвоило облигациям **КБ Ренессанс Капитал** серии БО-02 объемом 4 млрд руб. с погашением 9 августа 2015 года финальный долгосрочный рейтинг «В» и финальный национальный долгосрочный рейтинг «BBB(rus)» с рейтингом возвратности активов «RR4».
- Агентство Moody's присвоило окончательный рейтинг «Baa1 (sf)» выпуску облигаций **ООО «ВТБ Капитал Финанс»** (SPV-компания инвестбанковского подразделения группы ВТБ – «ВТБ Капитала») серии 01 объемом 1 млрд руб.
- Агентство Standard&Poor's подтвердило присвоенные ранее российской страховой компании **ОСАО «РЕСО-Гарантия»** долгосрочный кредитный рейтинг контрагента и долгосрочный рейтинг финансовой устойчивости страховой компании «BB+», а также рейтинг по национальной шкале «ruAA+». Прогноз изменения рейтингов – «Стабильный». Напомним, РЕСО-Гарантия планирует провести размещение дебютного выпуска облигаций серии 01 объемом 5 млрд руб.

Главные новости

X5: по-прежнему слабые результаты за 1 пол 2012 г.

Компания вновь показала слабые результаты, что, впрочем, было предсказуемо. Сети пока не удастся преломить негативный тренд замедления LFL-продаж. Долговая нагрузка X5 остается высокой, риски рефинансирования умеренные. Бумаги X5 и Копейки непривлекательны.

Событие. Вчера продуктовая сеть X5 раскрыла итоги 2 кв. и 1 пол. 2012 г. по МСФО.

Комментарий. Финансовые результаты X5, как и в 1 кв. 2012 г., вновь оказались довольно слабыми, что особенно контрастирует с сильными показателями Магнита за тот же период (обнародованы в конце июля). Впрочем, текущее положение вещей было ожидаемо, учитывая ранее представленные операционные результаты X5 за 1 пол. 2012 г. (продажи LFL снизились на 2,5%). Так, выручка компании за январь-июнь составила 7,8 млрд долл., что на 0,1% меньше ее значения годом ранее, хотя в рублях она увеличилась на 6,9%. Для сравнения, Выручка Магнита выросла на 24% до 6,8 млрд долл. X5 пока не удалось исправить ситуацию с негативной динамикой LFL-продаж, особенно в гипермаркетах и супермаркетах сети, кроме того, настораживает июльское замедление продаж уже в дискаунтерах, хотя, возможно, виной этому сезон отпусков. На этом фоне менеджмент компании допускает, что рост выручки за 2012 г. может оказаться ниже прогнозируемых 15%.

Прибыльность бизнеса X5 также несколько снизилась: показатель EBITDA сократился на 2,1% до 554 млн долл., а EBITDA margin – на 0,1 п.п. до 7,1% (на уровне 1 кв. 2012 г.). По этому показателю Магнит также обошел X5, впрочем, как и среднеотраслевые уровни – его EBITDA margin достигла 9,9%. Вместе с тем, чистая прибыль X5 сократилась еще сильнее, на 20,6% до 135 млн долл. По данным менеджмента, влияние на маржинальность бизнеса компании при замедлившейся выручке оказали возросшие расходы на логистику и сезонные потери по фруктам и овощам. Вместе с тем, прогноз по EBITDA margin на 2012 г. X5 сохраняет на уровне 7%. Отдельно отметим, что чистый операционный денежный поток компании за 1 пол. 2012 г. был отрицательным («-8,4 млн долл.» против 9,3 млн долл. годом ранее) из-за изменений в оборотном капитале (за счет снижения НДС к уплате), а также увеличения процентных расходов («+1,1%» к а.п.п.г. до 155 млн долл.).

Долговая нагрузка X5 остается по-прежнему высокой: соотношение Чистый долг/EBITDA возросло по итогам 1 пол. 2012 г. до 3,4х (на уровне 1 кв. 2012 г.) против 2,9х на конец 2011 г. Заметное влияние на показатель оказало сезонное сокращение размера запаса денежных средств на счетах («-57%» до 166 млн долл. к 2011 г.), в то время как размер долга несколько увеличился («+2,6%» до 3,7 млрд долл.). Краткосрочная часть кредитов и займов X5 на конец июня составила 1,17 млрд долл., рефинансировать которые компании за счет собственных финансовых возможностей, на наш взгляд, будет довольно проблематично. В то же время, по информации менеджмента, по итогам 1 пол. 2012 г. у X5 имелись невыбранные кредитные линии в крупных банках на сумму 1,8 млрд долл., которыми компания, вероятно, и намерена воспользоваться.

Что касается облигаций ИКС 5 Финанс 01 (YTM 9,71%/638 дн.) и 04 (YTP 9,72%/613 дн.), то они по-прежнему неликвидные и вряд ли можно ждать реакции в котировках. Малопривлекательными по доходности на фоне слабых результатов X5, на наш взгляд, выглядят и выпуски ТД Копейка серий БО-01 (YTM 9,04%/327 дн.) и БО-02 (YTM 9,14%/386 дн.).

Финансовые результаты X5 и Магнита за 1 кв. 2012 г. по МСФО

млн долл.	X5			Магнит		
	1 пол.2012	1 пол.2011	Изм. %	1 пол.2012	1 пол.2011	Изм. %
Выручка	7 859	7 867	-0,1	6 776	5 471	24
Чистый операционный денежный поток	-8	9	-	n/a	n/a	-
EBITDA	554	566	-2,1	671	326	105
EBITDA margin	7,1%	7,2%	-0,1 п.п.	9,9%	6,0%	3,9 п.п.
Чистая прибыль	135	170	-20,6	340	140	142
margin	1,7%	2,2%	-0,5 п.п.	5,0%	2,6%	2,4 п.п.

	1 пол.2012	2011	Изм. %	1 пол.2012	2011	Изм. %
Активы	8 556	8 810	-2,9	n/a	5 447	-
Дебиторская задолженность	340	362	-6,1	n/a	17	-
Денежные средства и их эквиваленты	166	385	-56,9	n/a	534	-
Финансовый долг, в т.ч.:	3 691	3 610	2,3	n/a	1 607	-
долгосрочный	2 521	2 697	-6,5	n/a	1 415	-
краткосрочный	1 170	913	28,1	n/a	192	-
Чистый долг	3 525	3 225	9,3	n/a	1 072	-
Кредиторская задолженность	1 691	1 906	-11,3	n/a	1 043	-
Фин.долг/EBITDA	3,6	3,2	-	-	1,7	-
Чистый долг/EBITDA	3,4	3,1	-	-	1,2	-
Фин. долг/Активы	0,4	0,4	-	-	0,3	-

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Александр Полютков

Акрон (В1/-/В+): итоги 2 квартала 2012 года по МСФО.

Опубликованные финансовые результаты оказались хуже итогов компании по РСБУ и наших оценок, как мы полагаем из-за более низких объемов продаж неосновной продукции. В целом финансовые показатели компании выглядят сильно, мы также обращаем внимание на солидный «денежный мешок», накопленный компанией и неожиданное приобретение собственных акций на 2 млн долл. на открытом рынке. Тем не менее, мы обращаем внимание на наращивание объема краткосрочного долга.

Событие. Акрон опубликовал неаудированные финансовые результаты за 2 квартал 2012 года по МСФО.

Комментарий. По сравнению с предыдущим кварталом выручка компании (в долларовом выражении) упала на 12% из-за сокращения продаж NPK-удобрений на фоне конфликта с Фосагро, а также сокращения продаж некоторых других видов продукции, EBITDA за счет роста цен практически не изменилась и составила 162 млн долл. при рентабельности в 30%. В целом, в 1 полугодии 2012 года в деятельности банка наблюдалось затишье, что негативно отразилось на большинстве его финансовых показателей.

Интересно, что итоги деятельности Акрона по МСФО выглядят заметно слабее соответствующих показателей по РСБУ (EBITDA Акрона и Дорогобужа по российским стандартам во 2 квартале составила 196 млн долл. при 162 млн долл. по МСФО) и наших оценок, что, по-видимому, вызвано меньшими по сравнению с ожиданиями продажами неосновной продукции. Тем не менее, в целом финансовые результаты выглядят достаточно сильно, а наш прогноз по EBITDA на год 546 млн долл. (при 326 млн долл. за первое полугодие 2012 года) – уже смотрится очень консервативно даже с учетом некоторого снижения цен и повышения регулируемых тарифов на газ во второй половине года.

Мы отмечаем достаточно неожиданное приобретение собственных акций на 2 млн долл. в течение последнего квартала. Акции были куплены в среднем по 1147 руб., что соответствует ценам мая-июня. Возможно, данный шаг, последовавший после погашения 15% казначейских бумаг, отражает готовность компании использовать «провалы рынка» для приобретения собственных акций.

Операционные денежные потоки Акрона уверенно покрывают инвестиционные потребности, однако в отчетном квартале компания продолжила активно занимать и наращивать свою «денежную подушку», размеры которой увеличились за квартал с 700 млн долл. до 1,16 млрд долл. (почти 2/3 текущей капитализации Акрона!). Теперь, когда компания не смогла приобрести контрольный пакет акций Azoty Tarnow (было приобретено лишь 12% бумаг на сумму чуть выше 100 млн долл.) и отказалась от участия в аукционе по Апатиту, направление использования этих средств составляет некоторую интригу.

Как бы там ни было, мы обращаем внимание, что хотя за три месяца объем чистого долга практически не изменился, да и за полгода тоже, тем не менее общая задолженность по кредитам и займам на конец отчетного периода превысила 2,2

млрд долл. (1,5 млрд долл. на начало года). Причем увеличение прошло за счет краткосрочных обязательств, на которые теперь приходится 50% финансового долга. При этом обращаем внимание, что задолженность по облигациям попадает в разряд долгосрочной, да и в целом ее вклад довольно скромен – менее 10% долга. Таким образом, риски для держателей облигаций во многом определяются назначением привлеченных в текущем году средств, усиливших нагрузку на денежный поток в краткосрочном периоде.

Напомним, сейчас на долговом рынке обращается 4 выпуска облигаций Акрона, однако их сложно назвать ликвидными, хотя все они и входят в перечень прямого РЕПО с ЦБ (с дисконтом 25%). Отдельные сделки проходят в облигациях серий 02 и 03 с большим разбросом по доходности: с YTM 14,6% к погашению в сентябре 2013 года и YTM 9,2% к погашению в ноябре 2013 года соответственно, что подчеркивает нерепрезентативность текущих уровней.

Финансовые показатели Акрона по МСФО

\$ млн	1 кв. 12	2 кв. 12	+/-, %	1 пол. 11	1 пол. 12	+/-, %
Выручка	613	542	-11,6	1 048	1 156	10,3
EBITDA	164	162	-0,7	317	326	2,8
Маржа, %	27%	30%		30%	28%	
Чистая прибыль	161	43	-73,1	186	204	9,9
Свободный денежный поток	18	42	x2.3	13	60	x4.6
Чистый долг	1 084	1 112	2,6	1 007	1 112	10,4
Чистый долг / EBITDA	1,65	1,72		1,59	1,71	

Источник: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Юрий Волос, CFA
Елена Федоткова

Alliance Oil company: слабые итоги второго квартала и первого полугодия 2012 года.

На фоне снижения цен на нефть, роста таможенных пошлин и убытков, обусловленных курсовыми изменениями, компания представила слабые результаты. Долг остался без изменений. Короткие рублевые облигации выглядят интересными к покупке.

Событие. Вчера Alliance Oil Company представила результаты второго квартала и первого полугодия 2012 года согласно МСФО.

Комментарий. Результаты АОС выглядят довольно слабыми. Во втором квартале на итоги компании оказывала давление негативная конъюнктура на рынке нефти, обусловленная снижением цен на «черное золото», а также рост таможенных платежей. Убытки, обусловленные укреплением доллара, а также оказывали влияние на прибыльность компании отрицательные результаты от операций с деривативами. В итоге при динамике выручки «+2%» за второй квартал 2012 года к первому кварталу, EBITDA компании сократилась на 38%, а чистая прибыль снизилась более экстремально - с 139,7 млн долл. за предыдущий отчетный период до 19,2 млн за второй квартал 2012 года. Вместе с тем, итоги полугодия 2012 года в сопоставлении с а.п.п.г. смотрятся не столь драматично, однако все же внимание, по нашему мнению, должно быть сконцентрировано на квартальных результатах.

Долг компании по итогам полугодия практически не изменился и составил 1,75 млрд долл. против 1,7 млрд долл. на начало года. Соотношение Debt/LTM EBITDA составило 2,3х, что вместе с тем остается довольно комфортным значением. Поддерживает кредитный профиль компании факт того, что в рамках года предстоит погасить лишь 12% (214 млн долл.) от совокупного долгового портфеля. Данная сумма практически полностью покрывается операционным денежным потоком за полугодие, а также запасом денежных средств в размере 95,4 млн долл.

Как рублевые бонды, так и еврооблигации компании уже довольно традиционно являются волатильными инструментами. Короткие выпуски серий 03 и БО-1 перешли отметку в 11%, что близко к максимуму этого года. Наиболее интересно, по нашему мнению, выглядит Альянс-03, который при оферте в августе 2013 года предлагает доходность в 11,4%, что мы считаем довольно интересным вариантом

для инвестиций. Однако надо учитывать, что ликвидность бонда оставляет желать лучшего. Доходности евробонда компании – Vostok -15 с доходностью в 7,54%, в свою очередь выглядит довольно справедливо.

Финансовые показатели Alliance Oil Company (МСФО)

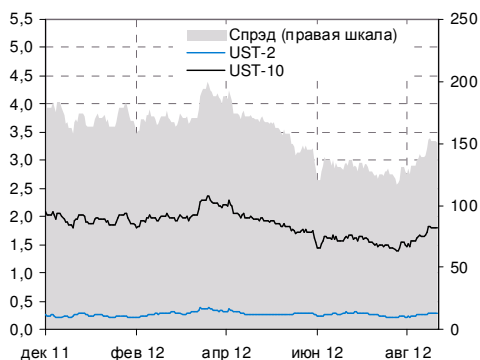
mln USD	Alliance Oil Company				
	2 квартал 2012	1 квартал 2012	пол. 2012	пол. 2012	Изм.
Выручка	817 139	815 120	1 632 259	1 462 919	11,6
Операционный денежный поток	137 664	227 468	365 132	284 142	28,5
EBITDA	133 101	217 827	350 928	280 367	25,2
Чистая прибыль	19 209	139 661	158 870	146 070	8,8
					121,
% расходы	23 245	22 137	45 382	20 479	6
Рентабельность EBITDA, %	16,3	26,7	21,5	19,2	2,3
Рентабельность по чистой прибыли, %	2,4	17,1	9,7	10,0	-0,3
	2011	пол. 2012	Изм.		
Активы	4 225 235	4 457 879	-5,2		
Денежные средства и их эквиваленты	160 483	160 483	0,0		
Финансовый долг, в т.ч.:	1 621 092	1 747 953	-7,3		
долгосрочный	1 514 263	1 533 520	-1,3		
краткосрочный	106 829	214 433	-50,2		
Чистый долг	1 460 609	1 587 470	-8,0		
Фин.долг/EBITDA	2,3	2,3	-0,05		
Чистый долг/EBITDA	2,1	2,1	-0,03		
Фин. долг/Активы, %	38	39	0,84		

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

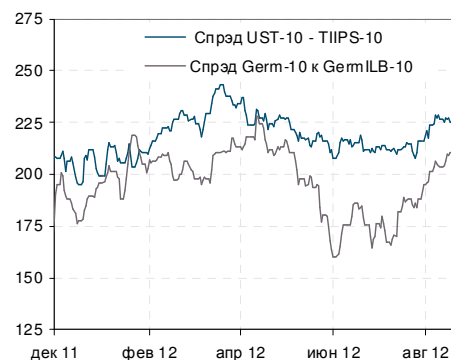
Игорь Голубев

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

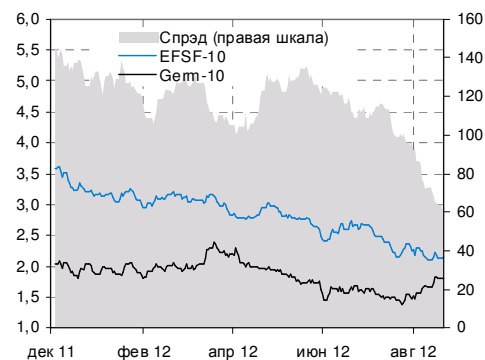
Казначейские обязательства США 2-летн. и 10-летн.



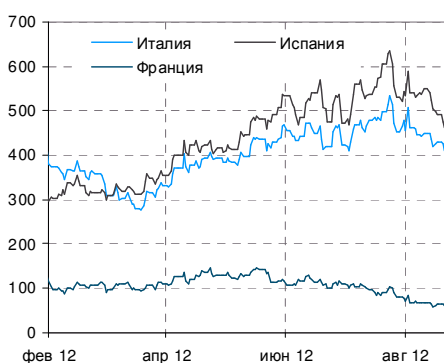
Спрэд UST-10 к TIPS-10 и Germ-10 к GermILB-10



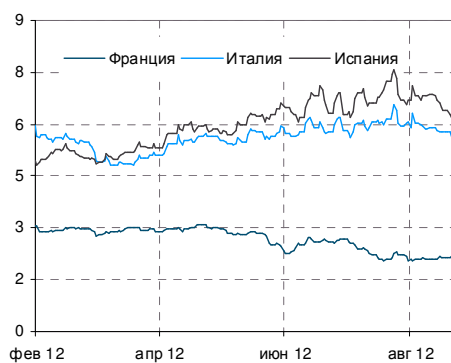
10-летние бумаги Германии и EFSF-10



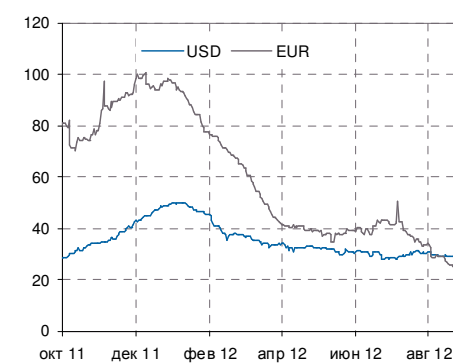
Спреды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

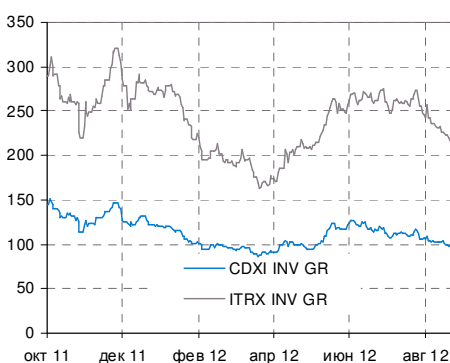


Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

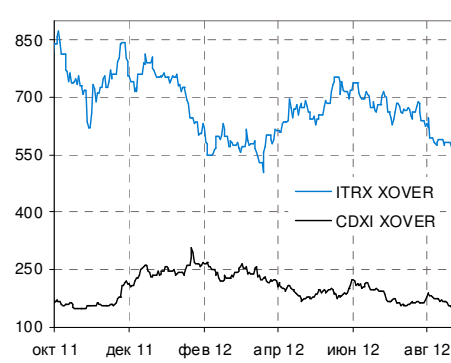


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

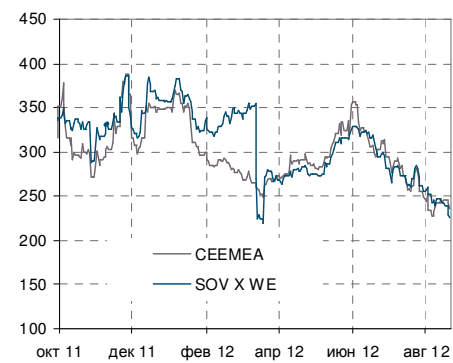
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX /Cross-Over

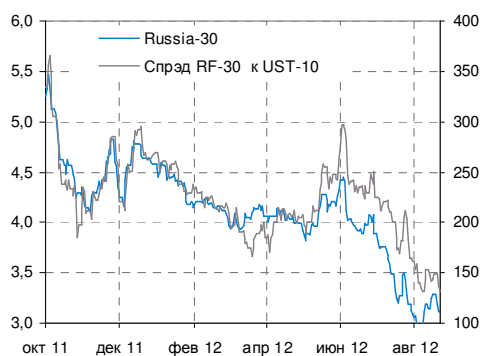


ITRX / Governments

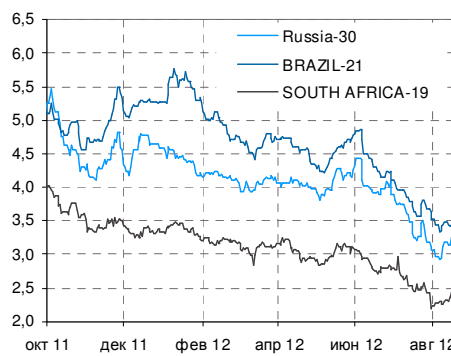


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

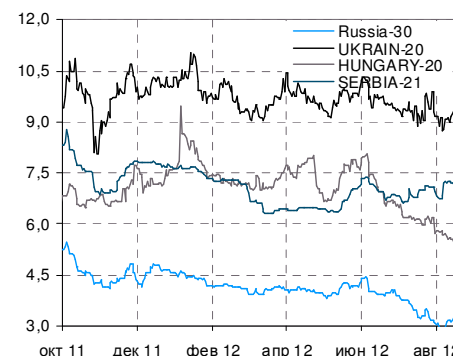
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

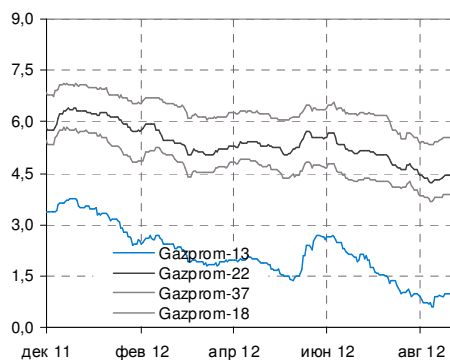


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

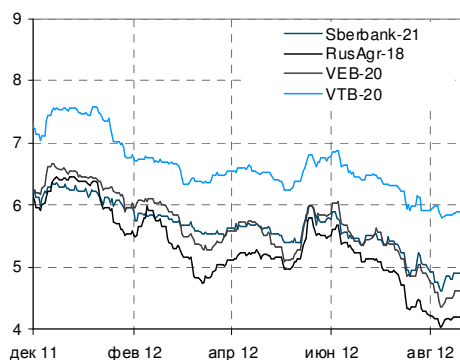


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

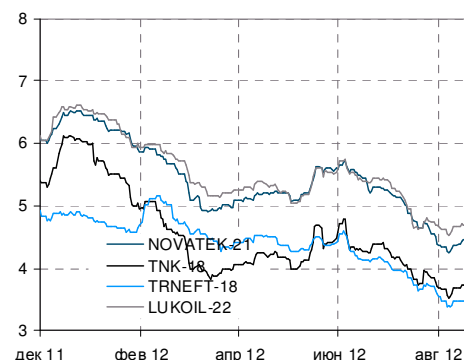
Еврооблигации Газпрома



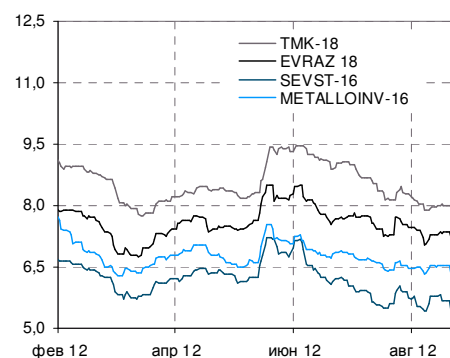
Евробонды госбанков



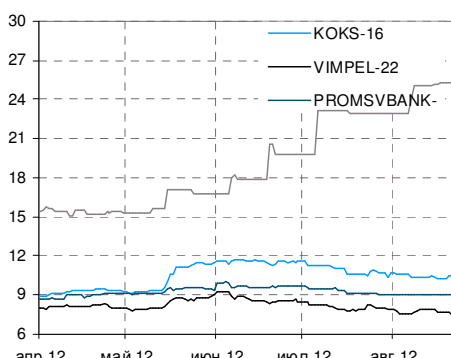
Еврооблигации нефтегазового сектора



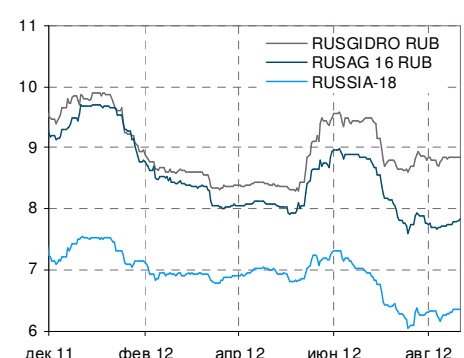
Еврооблигации металлургического сектора



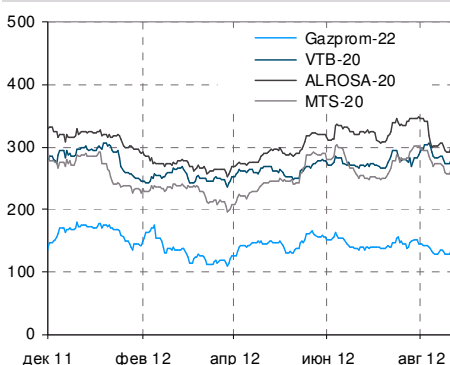
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



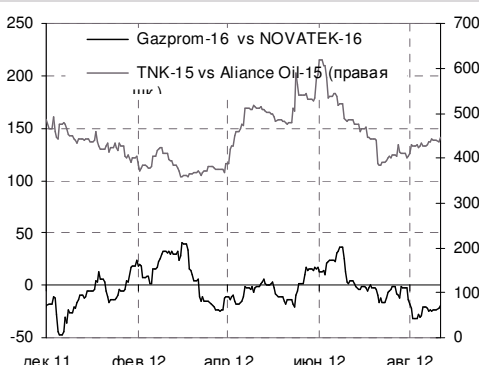
Еврооблигации, номинированные в рублях



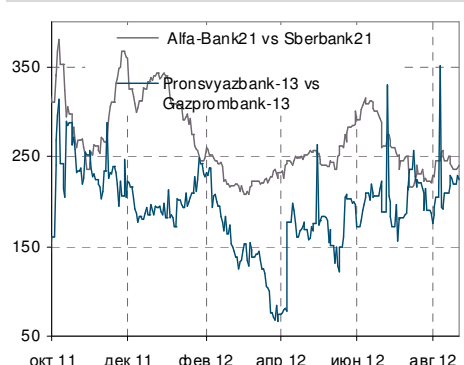
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

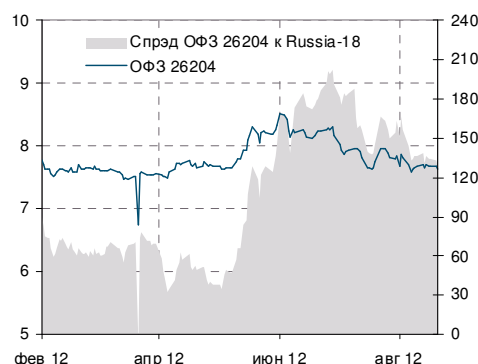


Спрэды в банковском секторе

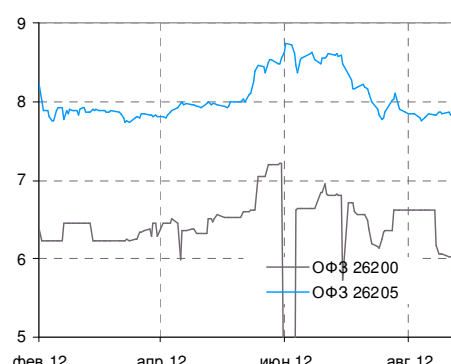


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

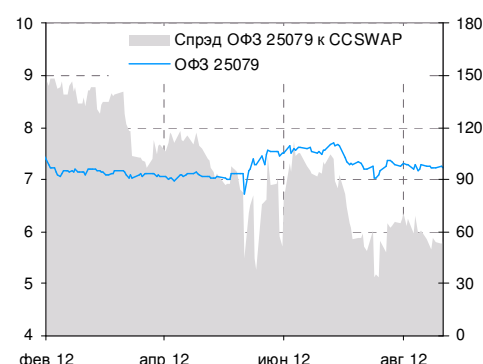
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

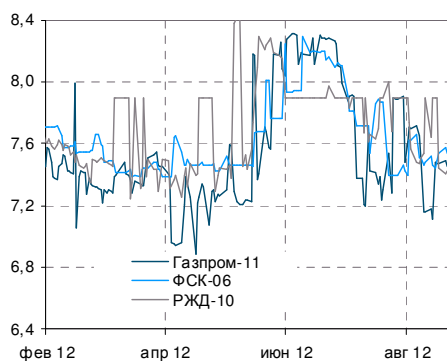


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

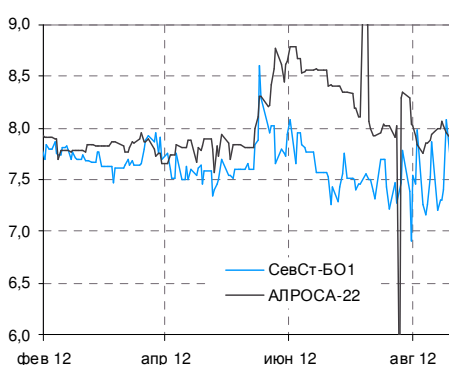


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

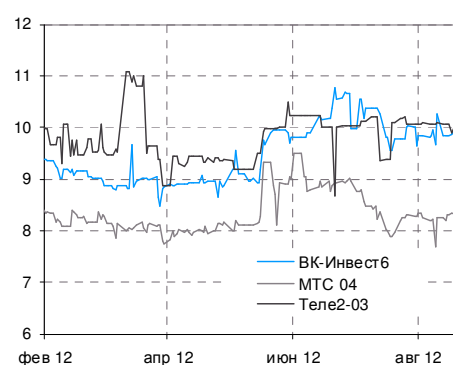
Доходности российских монополий



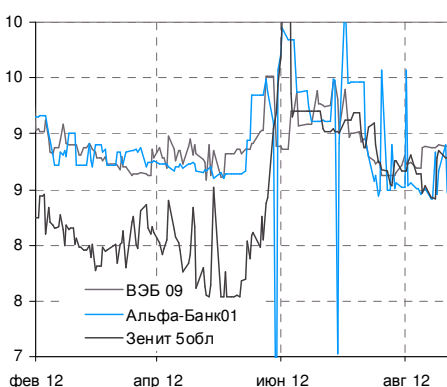
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



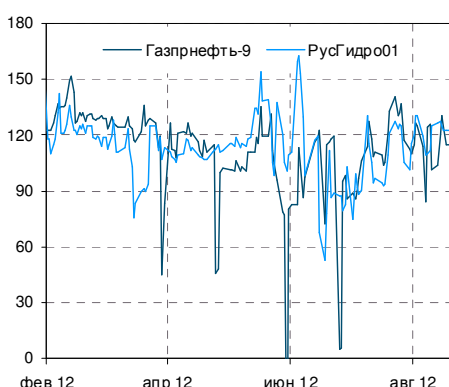
Доходности "Телекоммуникации"



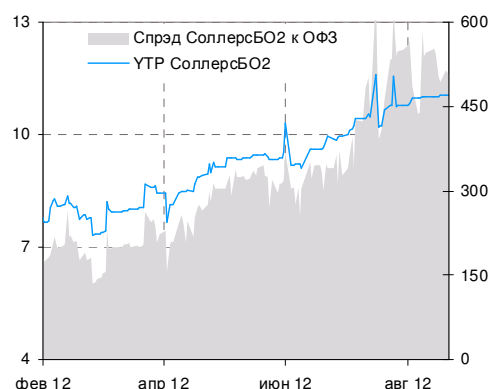
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

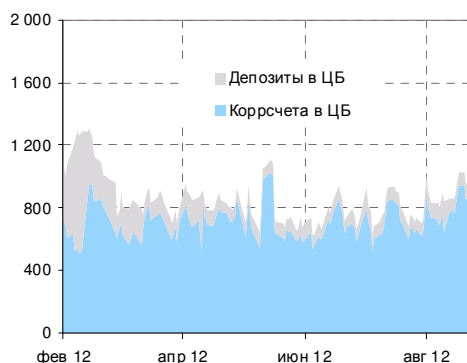


Облигации с текущей доходностью выше 10%

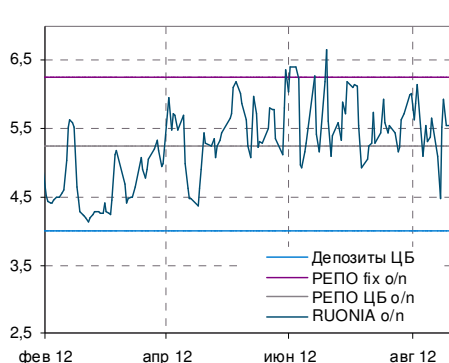


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

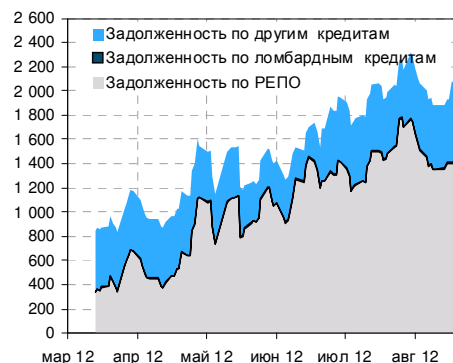
Динамика депозитов и остатков на корсчетах



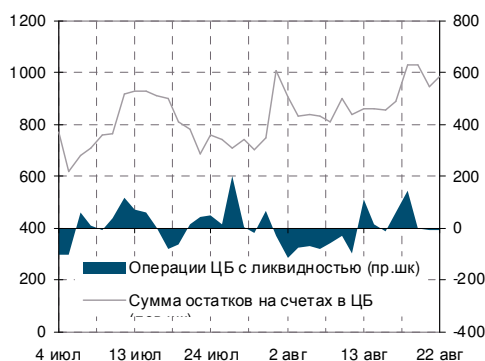
Динамика ставок денежного рынка



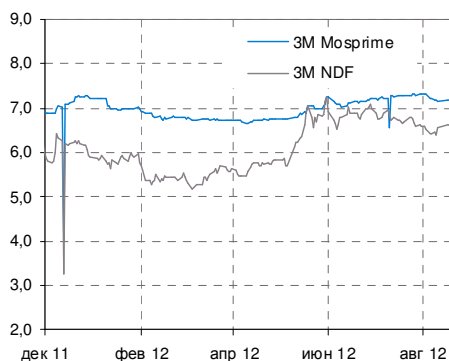
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



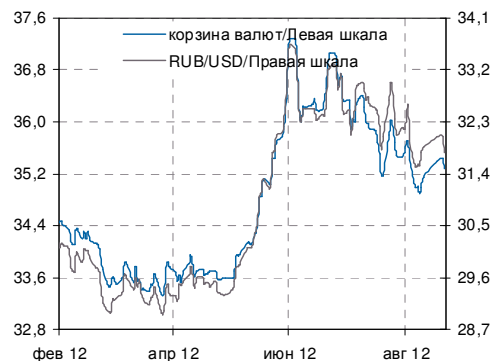
Влияние ЦБ на объем банковской ликвидности



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 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.