

# Ежедневный обзор



## НОМОС БАНК

Долговые и денежные рынки  
24 ноября 2011 г.

### Конъюнктура рынков

#### • Внешние рынки

Пока выбраться из полосы негатива, выражающегося коррекцией в рискованных активах, не удается. Перечень центров формирования опасений пополняется новыми участниками: макроданные Китая постепенно разрушают преобладающие в отношении него надежды, Германия разочаровывает отсутствием спроса на ее обязательства. Подготовка к выходным в США только усилила масштабы коррекции – инвесторы не готовы сейчас как-либо «замораживать» позиции.

#### • Российские еврооблигации

Усиление продаж на площадках Европы и США в полной мере распространяется и на российские риски. При этом какой-либо поддержки со стороны сырьевого сегмента, пока не проявляющего серьезной коррекции, не наблюдается.

#### • Рублевые облигации

Участники рынка не стали «отвлекаться» на новое предложение Минфина. Конъюнктура вторичного рынка остается в зависимости от активности продавцов.

#### • FX/Rates

Негативный фон, складывающийся еще до открытия российских валютных площадок, не оставляет ни единого шанса рублю как вчера, так и сегодня.

#### • Наши ожидания

Отсутствие торгов в США скажется на снижении активности в сегменте российских еврооблигаций. При этом новостной поток из Европы (макроотчеты по Германии) будет воспринят лишь в случае преобладания негатива – как повод для увеличения заявок на продажу. В противном случае мы не ожидаем заметного движения в котировках.

От рублевого рынка мы не ждем каких-то перемен настроений. При этом дополнительным мотивом для укрепления «защитных» позиций выступают грядущие налоговые расчеты, приходящиеся на пятницу и понедельник.

На наш взгляд, до конца недели рубль продолжит сдавать свои позиции против иностранных валют, а у инвесторов пока нет причин для перемены настроений. И только в случае стабилизации ситуации на глобальных площадках, можно будет рассчитывать хоть на какое-то улучшение.

#### Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б п
Russia-30	4,72	13
CDS России	291	21
MOSPRIME о/п	5,31	-5
NDF 3М	6,40	12

	значение	изм
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	679,7	-19
Остатки на депозитах, млрд руб.	133,1	-5
Доллар / рубль (ЦБ), руб	31,48	0,43
Корзина (ЦБ), руб	36,24	0,26

#### Динамика доходности Russia-30



#### Глобальные рынки

	значение	бп
LIBOR 3М	0,51	1
ERIBOR 3М	1,47	0
EUR/USD	1,34	
UST-10	1,89	-3
Германия-10	2,15	23
EFSF-10	3,89	11
Италия - 10	6,96	15
Испания - 10	6,62	4
CDS 5Y Ирландия	739	11
CDS 5Y Португалия	1082	-1
CDS 5Y Италия	562	11
CDS 5Y Испания	491	5
CDS 5Y Греция	9537	360

#### Индикаторы отношения к риску

	значение	бп
iTRAXX Crossover 5Y	839,1	36
iTRAXX CEEMEA 5Y	379,6	18
iTRAXX SOVX WE 5Y	366,8	21

#### Рублевые облигации

	доходность	б.п
ОФЗ 26205	8,53	-5
ОФЗ 26200	6,74	0
Газпром-11	7,13	-1
РЖД-10	7,59	4
ФСК-6	7,94	37
РусГидро-1	9,03	0
МТС-04	8,75	1
Вк-Инвест6	10,11	8
Северсталь-BO1	7,42	27
ВЭБ-09	9,38	34
Альфа-Банк01	9,23	16

#### Российские еврооблигации

	доходность	б.п
Russia-18 RUB	7,47	5
Gazprom-37	7,12	15
Sberbank-21	6,34	0
AlfaBank-21	9,86	18
Evraz-18	9,20	11
Vimpel-22	10,11	13
TNK-BP-18	5,99	10

## Главные новости

- **Европейская промышленность находится в рецессии.**

Предварительные индексы PMI за ноябрь по Еврозоне и Китаю показали дальнейшее ухудшение мировой экономической конъюнктуры. Европейская промышленность, по-видимому, уже находится в состоянии спада. Замедление китайской промышленности становится все более угрожающим.

- **25 ноября Совета директоров Банка России будет рассматривать вопрос по ставкам.**

Мы ожидаем, что регулятор сохранит «наблюдательную» позицию, не внося каких-то серьезных изменений в действующую процентную политику.

- **Башнефть размещает новый выпуск – интересное предложение.**

Новый выпуск предлагается с диапазоном доходности в 9,72-10,2% к оферте через 2 года, что формирует премию к голубым фишкам более чем в 200 б.п. Предложение компании является одним из наиболее интересных среди первичных размещений на сегодняшний день. Мы рекомендуем участие, начиная с нижней границы диапазона.

- **Первичное размещение Республики Коми (Ba2/ - /BB+) – интересно ближе к нижней границе ориентира.**

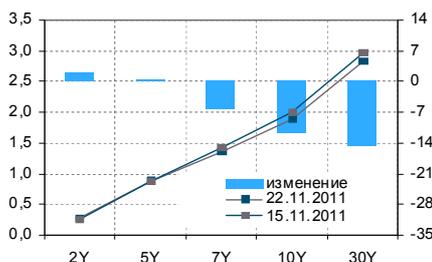
Размещение облигаций Коми, на наш взгляд, представляет интерес ближе к нижней границе ориентира (YTM 9,6-9,7% годовых/3,06 года) в силу надежного кредитного качества эмитента, который подтверждается высокой финансовой самостоятельностью бюджета и незначительным уровнем госдолга.

# Рыночная конъюнктура

## Внешние рынки

*Пока выбраться из полосы негатива, выражающегося коррекцией в рискованных активах, не удастся. Перечень центров формирования опасений пополняется новыми участниками: макроданные Китая постепенно разрушают преобладающие в отношении него надежды, Германия разочаровывает отсутствием спроса на ее обязательства. Подготовка к выходным в США только усилила масштабы коррекции – инвесторы не готовы сейчас как-либо «замораживать» позиции.*

Кривая доходности гособлигаций США



Негативный новостной поток только усиливается, и это заставляет инвесторов действовать очень консервативно. Глобальные площадки вчера испытали довольно сильное потрясение от макроданных из Китая, отражающих сокращение производственной активности. Вкупе с сообщением о проблемах китайского рынка недвижимости это стало заметным триггером негативного настроения как в части сырьевого сегмента, так и в отношении рискованных активов в целом. Еще одной новостью, усиливающей общее рыночное напряжение, стал анонс итогов размещения 10-летних госбумаг Германии, раскрывающий проблему ограниченного спроса при наличии премии в доходности (доходность при размещении составила 1,98% против рыночного уровня 1,92% годовых). Безусловно, это изрядно «подкосило» сегмент европейского долга, для которого немецкие обязательства выступают бенчмарком. Вместе с тем, природа такой низкой активности имеет объяснение. Относительно других европейских долгов доходность выглядит чрезвычайно низкой, особенно при текущем зыбком положении Еврозоны и высоких рисках дальнейшего ослабления евро относительно доллара. К тому же если инвесторы ощущают потребность в «защитных» позициях, конкуренцию европейскому аукциону вполне составляло вчерашнее размещение 7-летних treasuries. Здесь, подчеркнем, ажиотаж был довольно высок: bid/cover на уровне 3,2x против 2,59x в октябре при доходности 1,415% (в октябре - 1,79%), доля покупок участников – нерезидентов 39,9% против 33,9%. Помимо европейских проблем драйвером для спроса на UST были и внутренние проблемы в США как по утверждению бюджетного дефицита, так и в целом по текущей ситуации в экономике, которая, согласно макроотчетам, остается весьма слабой.

Отметим, что дополнительным поводом для сокращения позиций в рискованных активах американскими инвесторами было приближение выходных, приуроченных ко Дню Благодарения, который отмечается сегодня. Опасаясь каких-либо «резких движений» рынка, игроки предпочли «защитные позиции», что, в частности, способствовало снижению доходности UST-10 до 1,89% годовых.

Среда – еще один «черный день» в календаре европейской валюты. Давно уже на международном валютном рынке не было столь стремительного снижения соотношения между евро и долларом, а негативные настроения инвесторов лишь способствуют усилению этого тренда. В начале дня, в рамках азиатской сессии, участники рынка проявляли запоздалую реакцию на слабые статистические данные, вышедшие во вторник. Следующим «ударом» по позициям евро стали слабые итоги аукциона по размещению Германией государственных долговых бумаг, а также публикация слабых показателей индексов деловой активности стран ЕС. Третья волна, окончательно накрывшая европейскую валюту и переместившая пару EUR/USD ниже технического уровня 1,342x., пришлась на американские торги. По итогам дня соотношение между евро и долларом достигло значения 1,3327x. Вместе с тем, следует помнить о том, что еще в начале года

пара EUR/USD достигала уровня 1,29х, и именно это значение может стать следующей целью для спекулянтов.

### Российские еврооблигации

*Усиление продаж на площадках Европы и США в полной мере распространяется и на российские риски. При этом какой-либо поддержки со стороны сырьевого сегмента, пока не проявляющего серьезной коррекции, не наблюдается.*

Среда стала еще одним днем текущей недели, заставившим участников рынка понервничать. Хотя сразу после открытия были осторожные попытки настроиться на восстановление, в частности, первые сделки по суверенным Russia-30 после открытия в диапазоне 116,125% - 116,25% проходили по 116,375%, лейтмотивом торговой сессии стали продажи, повлекшие за собой ощутимые отрицательные переоценки. «Натиск» продавцов усилился с открытием американских площадок, где, помимо негативных макроданных и текущих бюджетных проблем, поводом для продаж было желание участников по возможности ограничить количество открытых позиций в рисковом активах в преддверии выходных. На фоне этого котировки суверенных Russia-30 откатились ниже отметки 116%, при закрытии «задержавшись» в диапазоне 115,625% - 115,75%. Отметим, что на таких уровнях отечественный бенчмарк находился последний раз в середине октября, будучи в процессе восстановления после ценового провала первых чисел октября.

В негосударственном секторе динамика была очень похожа с небольшой ремаркой на то, что утренних покупок, пытавшихся «затормозить» отрицательные переоценки, практически не было. Вторая половина дня стала полновесным sale-off, при этом основные заявки на продажу включали бумаги Газпрома: здесь котировки снизились на 1-1,5%, более существенно по длинным выпускам. Также инвесторы старались ограничить свое «присутствие» в выпусках Альфа-Банка, Сбербанка, РЖД, ВЭБа, АЛРОСы, ВымпелКома – в среднем переоценки были на уровне 0,5 – 1%.

### Рублевые облигации

*Участники рынка не стали «отвлекаться» на новое предложение Минфина. Конъюнктура вторичного рынка остается в зависимости от активности продавцов.*

Рублевый рынок вчера наглядно отразил общие весьма панические настроения. Нежелание участников наращивать позиции даже в 4-летних ОФЗ без какой-либо премии к рынку стало причиной того, что Минфин признал аукцион несостоявшимся. При этом какого-либо спроса на ОФЗ, перенесенного на вторичку, не наблюдалось, напротив, продажи усилились. Вчерашний день принес госбумагам дополнительные отрицательные переоценки в диапазоне от 20 до 35 б.п. практически по всему спектру бумаг.

В корпоративном секторе торговая сессия отличалась тем, что участники рынка соглашались на более ощутимые отрицательные переоценки, чем в предыдущие дни, и, судя по всему, именно это стало поводом для усиления торговой активности. Наиболее серьезные обороты при средних ценовых потерях на уровне 10-30 б.п. зафиксированы в выпусках АЛРОСы, Северстали, Сибметинвеста, РЖД, Лукойла, МТС.

*Ольга Ефремова*



## Forex/Rates

*Негативный фон, складывающийся еще до открытия российских валютных площадок, не оставляет ни единого шанса рублю как вчера, так и сегодня.*

Несмотря на то, что ситуация на сырьевых площадках сохраняется стабильной, а стоимость нефти марки Brent удерживается выше уровня 105 долл. за барр., национальная валюта продолжает сдавать позиции. Инвесторы в сложившихся условиях неопределенности с дальнейшим развитием ситуации в Европе предпочитают формировать позиции в долларах. Вместе с тем, на локальном рынке в настоящий момент существует избыток долларовой ликвидности и недостаток рублевой. Кривая Cross-Currency Swap руб./долл. продолжает находиться на высоком уровне, отражая заинтересованность участников в рублевой ликвидности, при этом остается желание сохранить позицию в и долларах. Трансформация экспортерами валютной выручки накануне завтрашней выплаты в бюджет НДПИ и акцизов уже не является помехой для ослабления рубля. За вчерашний день курс доллара вырос до 31,40 руб., а бивалютная корзина до – 36,16 руб.

Возврат Минфину разницы между привлеченными ресурсами на прошедшем депозитном аукционе и ранее размещенными средствами банковской система пережила относительно спокойно. Сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ снизилась всего на 24,3 млрд руб. При этом на аукционах прямого РЕПО не наблюдалась повышенная активность. Банк России сохранил лимит по РЕПО сроком на один день на уровне 300 млрд руб. Ставки денежно рынка даже накануне предстоящих налоговых выплат продолжают снижаться (MosPrime o/n – 5,31%). По всей видимости, все уже давно прекрасно понимают, что в случае необходимости всегда можно привлечь ресурсы в ЦБ, причем иногда даже по более выгодной ставке. В то же время, Банк России, сокращавший с начала недели объем лимитов, уже в пятницу будет вынужден вновь предложить рынку немного больше, чем текущие 300 млрд руб.

*Алексей Егоров*

## Наши ожидания

Отсутствие торгов в США скажется на снижении активности в сегменте российских еврооблигаций. При этом новостной поток из Европы (макроотчеты по Германии) будет воспринят лишь в случае преобладания негатива – как повод для увеличения заявок на продажу. В противном случае мы не ожидаем заметного движения в котировках.

От рублевого рынка мы не ждем каких-то перемен настроений. При этом дополнительным мотивом для укрепления «защитных» позиций выступают грядущие налоговые расчеты, приходящиеся на пятницу и понедельник.

На наш взгляд, до конца недели рубль продолжит сдавать свои позиции против иностранных валют, а у инвесторов пока нет причин для перемены настроений. И только в случае стабилизации ситуации на глобальных площадках, можно будет рассчитывать хоть на какое-то улучшение.

*Ольга Ефремова  
Алексей Егоров*

**Российский долговой рынок**

24 ноября Размещение: Костромская область, 34006

24 ноября Закрытие книг: Абсолют Банк,  
Русфинанс банк

**Внешний долговой рынок**

25 ноября Размещение госбумаг Италии

**Денежный рынок**

24 ноября Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц

25 ноября Уплата акцизов, налога на добычу полезных ископаемых

**Макроэкономические события**

25 ноября Совет директоров Банка России рассмотрит вопрос по ставкам

**Корпоративные события**

24 ноября Raiffeisen Bank Int, 3 кв.2011 г., conference call

25 ноября ХКФ-Банк представит финансовую отчетность за 9 месяцев 2011 г. по МСФО, conference call

29 ноября ТМК представит финансовую отчетность за 3 кв. 2011 г. по МСФО

29 ноября X5 Retail Group опубликует финансовые результаты за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по МСФО

30 ноября Сбербанк опубликует отчетность за 3 кв. 2011 г. по МСФО

## Новости коротко

### Макроновости

- По данным Минфина, государственный внешний долг России за октябрь 2011 года сократился на 37,6 млн долл. и по 1 ноября 2011 года составил 964,4 млн долл.
- По данным Росстата, инфляция в России за период с 15 по 21 ноября 2011 года составила 0,1%, с начала месяца - 0,4%, с начала года - 5,6%.
- По данным Минэкономразвития, прирост ВВП в октябре 2011 года по сравнению с октябрём прошлого года составил 5,6%.

### Корпоративные новости

- По словам председателя совета директоров **МДМ-Банк**, эмитент планирует продать пакет (11%), выкупленный у Игоря Кима, институциональному инвестору. Также пакет может быть продан и другому инвестору, «само присутствие которого может свидетельствовать о доверии к бизнесу банка, его эффективности, это будет инвестиция в эффективность». В настоящее время контролирующим бенефициаром МДМ банка является Сергей Попов: он владеет 56,3% акций. Среди прочих акционеров: 6,3% - Мартин Андерссон (основатель Brunswick Group), 6,7% - компания Olivant Ltd, 4,5% - Russia Partners (входит в состав Siguler Guff & Company), 3,6% - IFC, 2,2% - Troika Capital Partners, 1,9% - германская корпорация развития DEG и другие. /Интерфакс/
- В следующем году **Сбербанк** планирует увеличить объем фондирования в том числе за счет объема вкладов состоятельных клиентов (60% всего объема вкладов в стране): к концу следующего года он должен составить 3 трлн руб. против 1,2 трлн руб. (13% активов) в настоящее время, при этом доля Сбербанка на данном рынке должна вырасти с 25% до 50%. /Ведомости/

*Напомним, активы Сбербанка на середину текущего года составляли 9,1 трлн руб. (конс.). Приток фондирования в размере 1,8 трлн руб. означает увеличение валюты баланса банка на 20%, то есть темпы роста будут на уровне 2010 года («+21%»). При этом конъюнктура в настоящее время не способствует сохранению столь высокой динамики. Так, в 1 полугодии текущего года темпы роста бизнеса банка уже снизились до 5% - маловероятно, что по итогам 2011 года Банк выйдет на уровень динамики 2010 года. На 2012 год, по данным ЦБ, прогнозируется замедление активности в финансовом секторе: в частности рост кредитования ожидается на уровне 20% против 25-30% в текущем году. Таким образом, планы Сбербанка можно назвать достаточно амбициозными. Тем не менее, нельзя сказать, что они невыполнимы, но обратной стороной медали может стать удорожание фондирования для кредитной организации, а, следовательно, сокращение маржинальности деятельности, которая и так постепенно сокращается: показатель NIM по итогам 1 полугодия 2011 года составил 6,4% против 6,8% за аналогичный период прошлого года.*

- **Банк ЗЕНИТ** привлек синдицированный кредит сроком на 1 год на сумму 110 млн долл. Ставка по кредиту составила LIBOR+2,2%. Полученные средства будут направлены Банком ЗЕНИТ на финансирование торговых операций своих клиентов. /Интерфакс/
- **ЕАБР** и The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd подписали двустороннее кредитное соглашение, в соответствии с которым ЕАБР привлечет заем на сумму 50 млн долл. двумя траншами. Средства предназначены для финансирования проектов, осуществляемых ЕАБР в рамках программ по развитию инструментов торгового

финансирования и микрофинансированию, а также программы поддержки малого и среднего бизнеса. /Интерфакс/

*Новость существенно не повлияет на финансовые показатели банка, поскольку сумму привлечения составляет менее 2% валюты баланса эмитента. Кроме того, напомним, что 59% пассивов ЕАБР (на 1 июля 2011 года) формирует капитал. Последнее заметно повышает финансовую устойчивость банка.*

- Сегодня состоится совет директоров **Промсвязьбанка**, на котором должно быть одобрено решение об увеличении капитала на 4 млрд руб., почти до 61 млрд руб. Из трех владельцев Промсвязьбанка участвовать в допэмиссии будут лишь двое: ЗАО «Промсвязькапитал Б.В.» (владеет долей в банке в 72,93%, принадлежит братьям Алексей и Дмитрию Ананьевым) и ЕБРР (владеет 11,746% Промсвязьбанка). Немецкий Commerzbank (с долей в Промсвязьбанке 15,32%) принимать участие в допэмиссии не будет. /Ведомости/

*На 1 ноября показатель достаточности капитала банка упал до 10,33%. Предстоящее пополнение несколько повысит его, но, тем не менее, он все равно останется на довольно низких уровнях – немногим более 11%.*

- По словам заместителя председателя Банка России Алексея Симановского, российские банки в 2011 году могут увеличить кредитование в номинальном выражении на 25-30%: кредитование нефинансовых организаций в этом году может вырасти более чем на 25%, физлиц - на 30%. За 11 месяцев 2011 года кредиты нефинансовым организациям выросли на 22%, населению - на 26%. В 2012 году кредитование может вырасти на 20%.

### Долговые рынки

- По сообщению Минфина, аукцион по размещению ОФЗ серии 25079 объемом 10 млрд руб. не состоялся в связи с отсутствием заявок.
- **Русфинанс банк (Самара)** перенес размещение биржевых облигаций серии БО-02 объемом 4 млрд руб. на неопределенный срок. Напомним, по 3-летнему выпуску планировалась оферта на выкуп бумаг через 1,5 либо 2 года после начала их обращения. Ориентир ставки 1 купона облигаций был установлен в диапазоне 9,3-9,55% годовых при 1,5-летней оферте УТР 9,52-9,79%). При 2-летней оферте - 9,5-9,75% годовых (УТР 9,73-9,99%).

## Главные новости

### Европейская промышленность находится в рецессии.

*Предварительные индексы PMI за ноябрь по Еврозоне и Китаю показали дальнейшее ухудшение мировой экономической конъюнктуры. Европейская промышленность, по-видимому, уже находится в состоянии спада. Замедление китайской промышленности становится все более угрожающим.*

**Событие.** Индекс PMI mfg, характеризующий уровень деловой активности в промышленном секторе, снизился в ноябре в Китае с 51.0 до 48.0. Аналогичный индекс по странам Еврозоны упал с 47.1 до 46.4.

**Комментарий.** Индекс PMI mfg по Еврозоне достиг минимального уровня с июля 2009 г. Этот индекс находится ниже отметки 50 пунктов уже четвертый месяц подряд, и его текущее значение не оставляет сомнений в том, что европейская промышленность вошла в состояние рецессии (сокращения производства). При этом спад затрагивает уже не только

проблемные страны, но также Германию и Францию. Делать такой вывод по Китаю ещё преждевременно, хотя сигналы, конечно, тревожные – текущее значение индекса PMI mfg является минимальным с марта 2009 г. Замедление китайской промышленности связано как с охлаждением внутреннего спроса, так и с ухудшением ситуации на экспортных направлениях (для справки: на страны Евросоюза приходится 19 % китайского экспорта).

## Индексы PMI

	Нояб.	Окт.	Сент.
<b>Китай</b>			
PMI mfg	48.0	51.0	49.9
<b>Еврозона</b>			
PMI Composite	47.2	46.5	49.1
PMI mfg	46.4	47.1	48.5
PMI non-mfg	47.8	46.4	48.8
<b>Германия</b>			
PMI Composite	50.3	50.3	50.5
PMI mfg	47.9	49.1	50.3
PMI non-mfg	51.4	50.6	49.7
<b>Франция</b>			
PMI Composite	48.7	45.6	50.2
PMI mfg	47.6	48.5	48.2
PMI non-mfg	49.3	44.6	51.5

Источники: Markit, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Усиление экономического спада может свести на нет все усилия европейских стран по бюджетной консолидации и привести к ситуации, когда суверенные дефолты станут неизбежными.

*Кирилл Тремасов*

## 25 ноября Совета директоров Банка России будет рассматривать вопрос по ставкам.

*Мы ожидаем, что регулятор сохранит «наблюдательную» позицию, не внося каких-то серьезных изменений в действующую процентную политику.*

**Событие.** На предыдущем заседании 28 октября Совет директоров Банка России принял решение сохранить без изменения ставку рефинансирования и другие ставки по операциям ЦБ. Предстоящее завтра заседание, на наш взгляд, пройдет по такому же сценарию.

**Комментарий.** В своем октябрьском решении Банк России руководствовался, как было отмечено в его пресс-релизе, сформировавшимся на тот момент соотношением инфляционных рисков и рисков для устойчивости экономического роста, а также сохраняющейся неопределенностью развития внешнеэкономической ситуации.

Отметим, что на текущий момент ситуация не претерпела существенных изменений, и от регулятора не требуется каких-то более кардинальных мер.

- Динамика макроэкономических характеристик сохранила разнонаправленный характер. Темпы промышленного производства в октябре с учетом сезонной корректировки отражают рост на 0,8% относительно сентября, однако надо помнить, что это восстановление после двухмесячной стагнации, что не отражает очевидного повышательного тренда. При этом всплеск потребительского спроса, наблюдавшийся с весны этого года, ослабевает, рост инвестиций, не прекращавшийся с февраля, постепенно сокращается.
- Инфляционное давление сохраняется умеренным, после незначительного

ускорения в сентябре, октябрьские данные вновь отражают еженедельный рост потребительских цен на уровне 0,1%, что отражает уровень инфляции в годовом выражении на 21 ноября на уровне 5,6%, что делает вполне реализуемым прогноз «ниже 7%» по итогам 2011 года.

- Ситуация на денежном рынке по-прежнему характеризуется всплесками спроса со стороны банковского сектора, но основные потребности удается удовлетворить через инструменты рефинансирования ЦБ, что сдерживает рост рыночных ставок.
- Согласно последним заявлениям представителей ЦБ приоритетом остается ценовая стабильность. Вместе с тем, со стороны С. Игнатьева в его выступлении на прошлой неделе прозвучали заявления, что «инфляция может по итогам текущего года сложиться выше 7%», что отражает опасения регулятора в том, что эффект девальвации, ожидаемый в октябре, может проявиться позднее – в декабре. Исходя из чего, регулятор может повременить с понижением ставок.

*Ольга Ефремова*

### **Башнефть размещает новый выпуск – интересное предложение.**

*Новый выпуск предлагается с диапазоном доходности в 9,72-10,2% к оферте через 2 года, что формирует премию к голубым фишкам более чем в 200 б.п. Предложение компании является одним из наиболее интересных среди первичных размещений на сегодняшний день. Мы рекомендуем участие, начиная с нижней границы диапазона.*

**Событие.** Вчера стало известно, что компания 28 ноября открывает книгу на размещение облигаций серии БО-1 объемом в 10 млрд руб. По выпуску предусмотрена оферта через 2 года. Ориентир ставки 1 купона облигаций установлен в диапазоне 9,5-9,95% годовых, что соответствует доходности на уровне 9,72-10,2% годовых.

**Комментарий.** Напомним, что в октябре компания осуществила выкуп трех выпусков облигаций общим объемом в 15 млрд руб. по цене 105% от номинала. Такой шаг был, как мы понимаем, был вызван ставкой купона в 12,5%, что даже на фоне текущей конъюнктуры не совсем комфортно для эмитента.

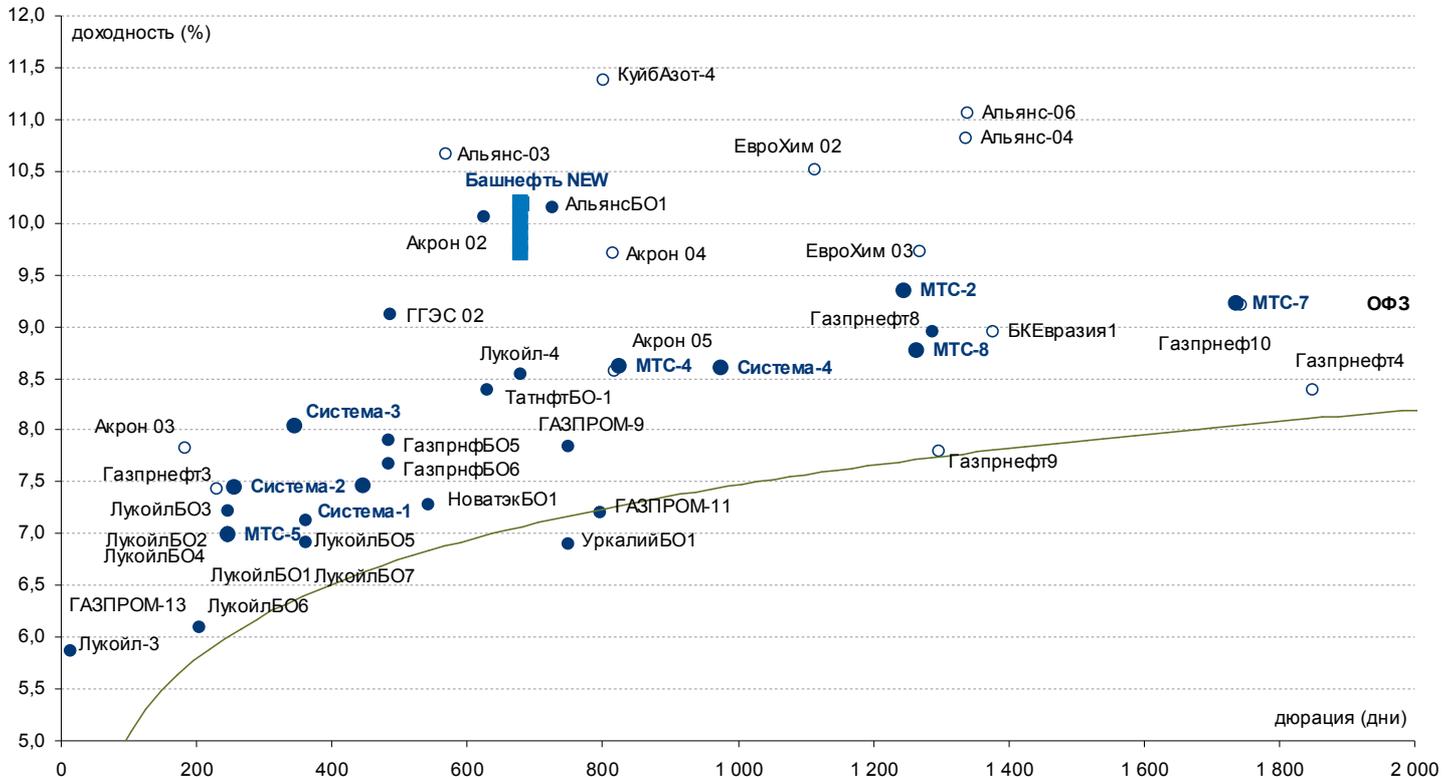
Претензий к кредитному качеству компании не так уж и много: долговая нагрузка, несмотря на ожидаемый рост, сохраняется вполне умеренной – 1,3х. Увеличение долга связано с разработкой, совместно с ЛУКОЙЛом, месторождения Требса и Титова, на которое придется потратить, по разным оценкам, около 6-8 млрд долл. Также по-прежнему у компании отсутствуют рейтинги от международных агентств, что не позволяет бондам войти в Ломбард ЦБ. Вместе с тем, ликвидность в старых выпусках была довольно приемлемой. Учитывая, что лимиты у большинства участников сохранились, бонд, скорее всего, будет ликвидным.

Новый выпуск смотрится очень привлекательно. Во-первых, текущие уровни предлагают премию к голубым фишкам более чем в 200 б.п. Напомним, что в июле этот спрэд зачастую не превышал 50 б.п. Во-вторых, бумаги материнской компании, а также МТС, на близких отрезках дюрации торгуются не выше 8% годовых. Схожую с новым предложением доходность (9,31%) показывает лишь бонд МТС-7, однако он значительно длиннее – погашение в ноябре 2017 года. На том же отрезке дюрации, что и новый бонд Башнефти, торгуется выпуск Альянск Ойл БО-1 с доходностью 10,1% (02.2014 г.), однако качество и масштабы компании все-таки не соизмеримы с Башнефтью.

Резюмируя, мы считаем предложением компании одним из наиболее

интересных среди текущих первичных размещений и рекомендуем участвовать, уже начиная с нижней границы обозначенного организаторами диапазона.

### Распределение доходностей нефтегазового сектора, АФК Система и МТС



Источники: данные организаторов, ММВБ

*Игорь Голубев*

### Первичное размещение Республики Коми (Ba2/ - /BB+) – интересно ближе к нижней границе ориентира.

Размещение облигаций Коми, на наш взгляд, представляет интерес ближе к нижней границе ориентира (УТМ 9,6-9,7% / 3,06 года) в силу надежного кредитного качества эмитента, который подтверждается высокой финансовой самостоятельностью бюджета и незначительным уровнем госдолга.

#### Событие.

На 15 декабря 2011 года запланировано размещение 5-летних облигаций Республики Коми серии 32010 на сумму 2,1 млрд руб. в форме аукциона по определению цены бумаг. Ставка 1-3 купонов зафиксирована на уровне 9,5% годовых, 4-7 купонов - 9,25% годовых, 8-10 купонов - 9% годовых. По выпуску предусмотрена амортизация: 40% от номинала гасится через 2,5 года, по 30% - через 3,5 года и 5 лет. Ориентир по доходности установлен в диапазоне 9,5-10% годовых при дюрации 3,06 года, что соответствует цене 100,5-99,3%. Бумаги соответствуют требованиям Ломбарда ЦБ.

**Комментарий.** В целом, предложение Республики Коми на первичном рынке среди регионов, заявивших о размещении облигаций (Карелия, Костромская и Свердловская области), является одним из привлекательных. Причиной этому - довольно высокое кредитное качество эмитента, которому может составить конкуренцию лишь Свердловская область (см. наш комментарий к первичному размещению облигаций

регионов:

[http://www.nomos.ru/upload/iblock/535/Regions\\_primary\\_23112011.pdf](http://www.nomos.ru/upload/iblock/535/Regions_primary_23112011.pdf)

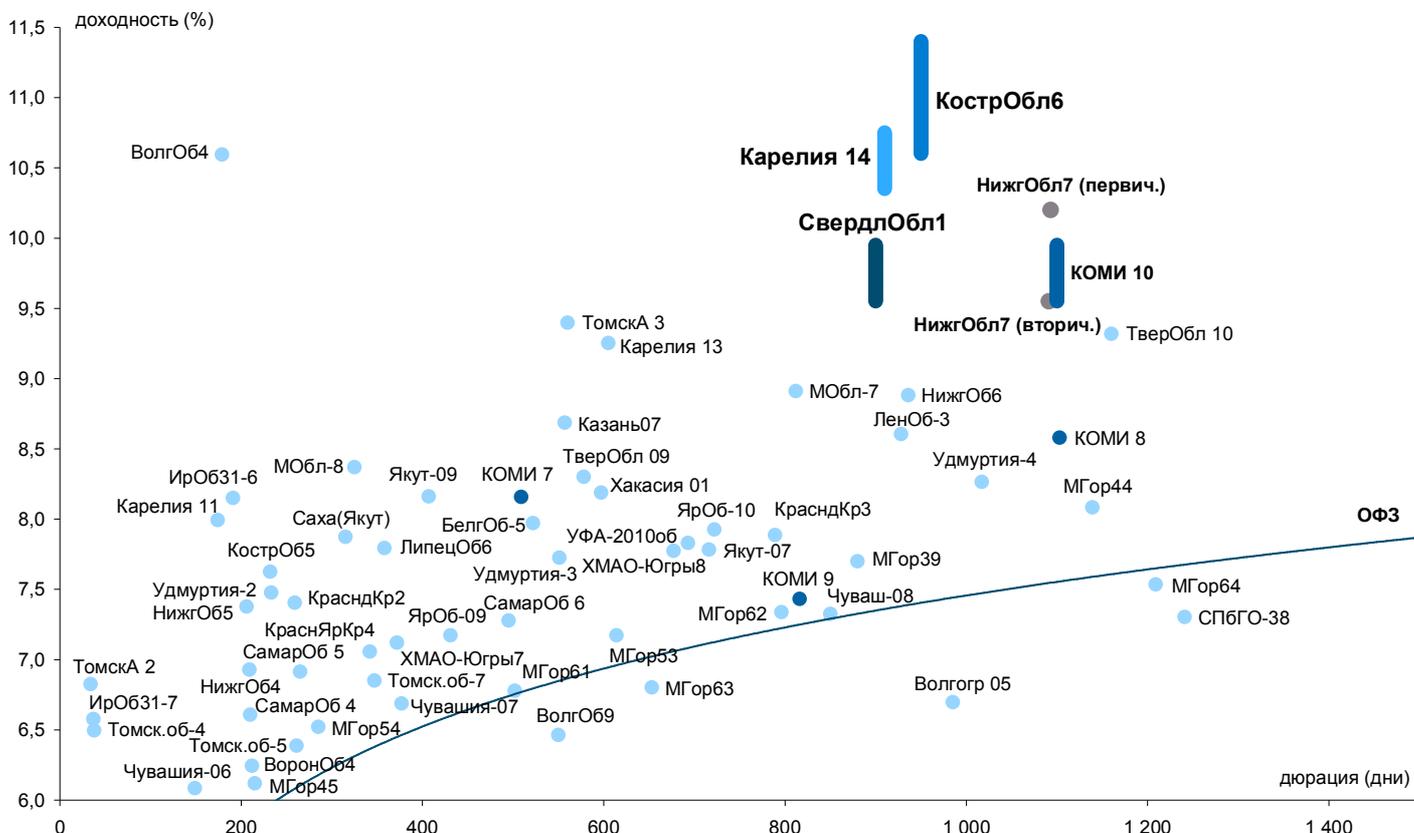
Несмотря на различия в масштабах бюджета (у Коми меньше в 3 раза), а также размеры экономик регионов (в 2009 году ВРП республики составил 301 млрд руб. против 824 млрд руб. у области), Коми ни чем не уступает Свердловской области по доле собственных поступлений в доходах (79% против 83% соответственно) и уровню долговой нагрузки (госдолг в собственных доходах занимает 15% против 10% соответственно).

Отметим, что обоим регионам присуща низкая диверсификация экономики и концентрация на отдельных отраслях (у республики – нефтегазовая отрасль; у области – металлургия и машиностроение).

В свою очередь, по уровню кредитного рейтинга Коми даже превосходит Свердловскую область на одну ступень («BB+» от Fitch против «BB» от S&P). Причем, рейтинг республики был повышен на одну ступень совсем недавно, 16 ноября 2011 года. Эксперты Fitch отметили «улучшение операционного баланса Коми, поддерживаемое сильной экономикой региона, и низкий прямой риск (долг плюс прочая задолженность)».

Учитывая близость кредитных характеристик регионов, мы считаем, что размещение их бумаг пройдет на сопоставимых уровнях, но с поправкой на дюрацию (у Свердловской области – 2,5 года). По нашим оценкам, спрэд бумаг данных регионов к кривой ОФЗ должен составлять около 190-200 б.п., и рекомендуем принять участие в размещении облигаций республики с доходностью 9,6-9,7% годовых (цена 100,3-100,0%). Данные уровни дают возможность для апсайда и несут премию к уровням доходности обращающихся бумаг Коми (около 90-100 б.п.), впрочем, ликвидность в них практически отсутствует.

### Распределение доходностей облигаций субфедерального долга



## Бюджетные показатели сравниваемых регионов (за 9 мес. 2011 г.)

млрд руб.	Рейтинг (M/S&P/F)	Доходы			Соб.доходы			Доля в дох-х	Расходы			Дефиц./профиц.		Госдолг		Соб.дох.	
		План	Факт	Исп-е	План	Факт	Исп-е		План	Факт	Исп-е	План	Факт	План	Факт	План	Факт
Костромская область	- / - / В+	17,7	13,1	73,7%	10,2	7,0	68,5%	53,3%	20,1	12,8	63,7%	-2,3	0,3	8,0	8,3	78,7%	89,0%
Республика Карелия	- / - / ВВ-	25,7	20,5	79,7%	17,0	13,5	79,4%	65,8%	28,0	18,3	65,3%	-2,3	2,2	9,5	6,7	56,1%	37,2%
Свердловская область	- / ВВ / -	141,9	102,6	72,3%	123,6	85,6	69,3%	83,4%	156,0	99,7	63,9%	-14,1	2,9	25,7	11,5	20,8%	10,1%
Нижегородская область	Вa2* / - / В+	90,5	67,2	74,3%	71,7	52,3	73,0%	77,9%	102,7	68,7	66,9%	-12,2	-1,4	35,4	29,7	49,4%	42,5%
Удмуртская Республика	Вa1 / - / ВВ+	35,8	31,9	89,2%	23,5	21,0	89,5%	65,7%	43,1	29,9	69,3%	-7,3	2,1	16,4	11,2	69,9%	40,0%
Республика Коми	Вa2 / - / ВВ+	45,0	36,2	80,4%	35,8	28,6	80,0%	79,1%	51,9	31,7	61,1%	-6,9	4,5	8,7	5,8	24,3%	15,3%

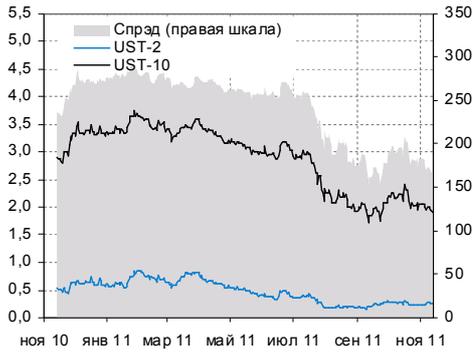
\*рейтинг в нац. валюте

Источники: данные Минфина РФ, Федерального казначейства, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

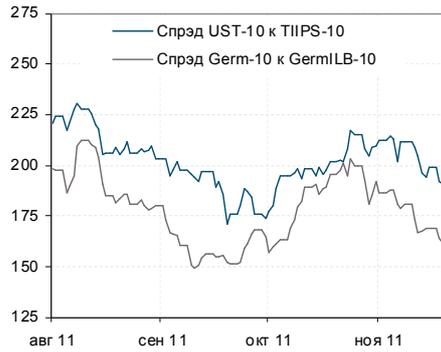
Александр Полкотов

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

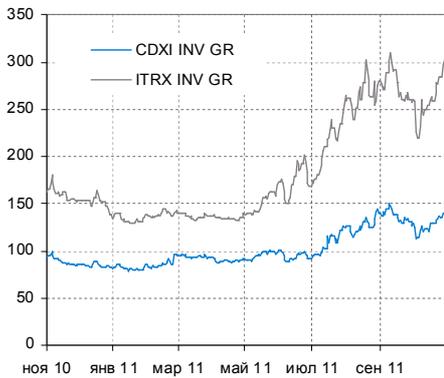


Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

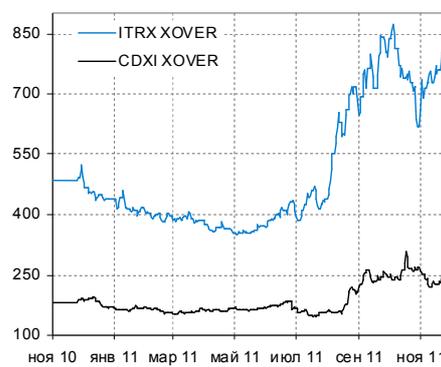


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

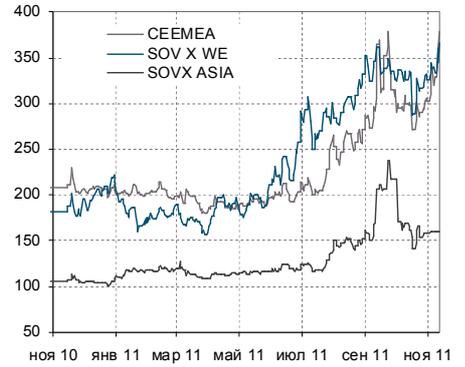
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX / Cross-Over

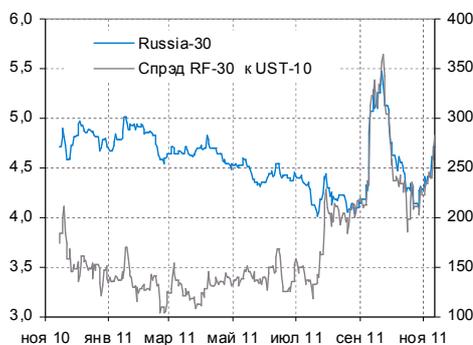


ITRX / Governments



РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

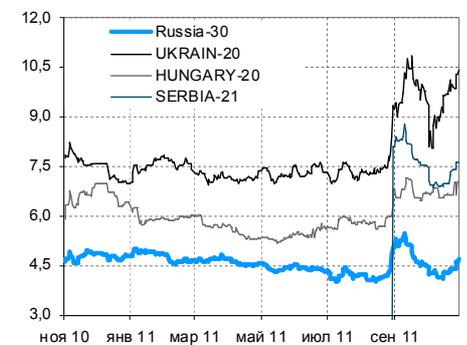
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

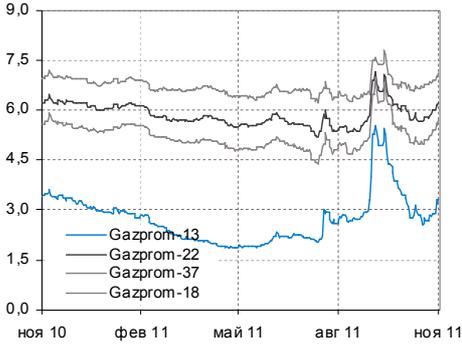


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

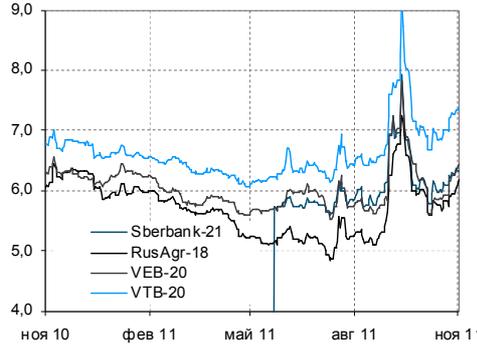


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

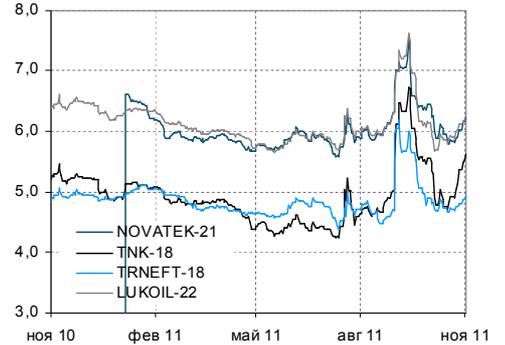
Еврооблигации Газпрома



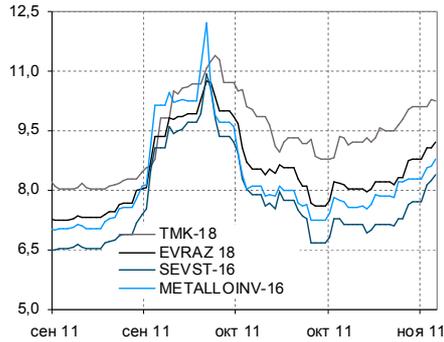
Евробонды госбанков



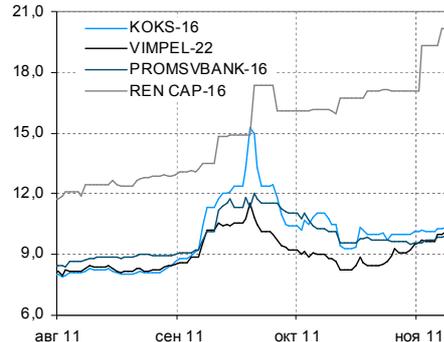
Еврооблигации нефтегазового сектора



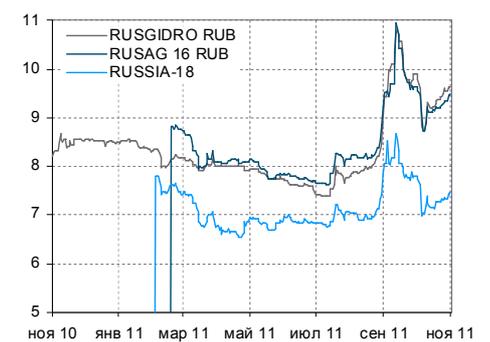
Еврооблигации металлургического сектора



Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



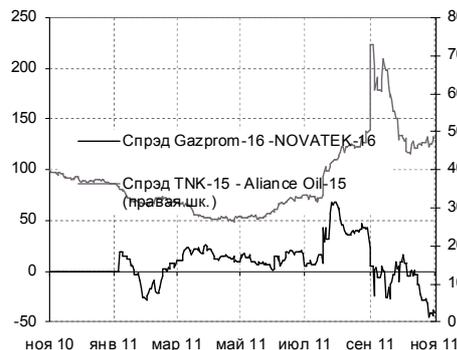
Еврооблигации, номинированные в рублях



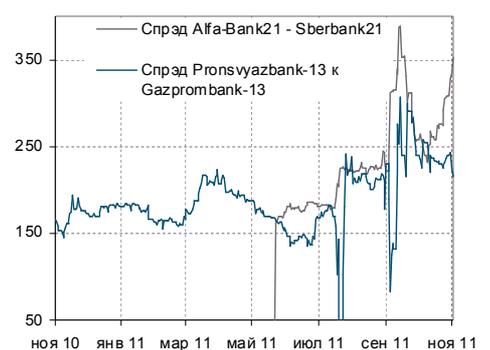
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе



Спрэды в банковском секторе

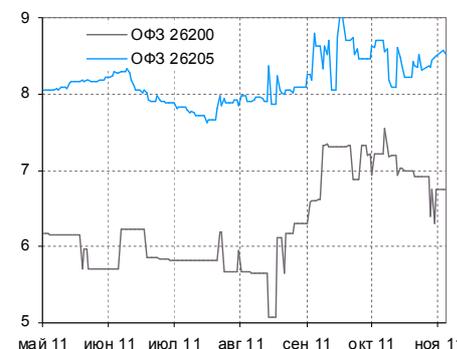


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

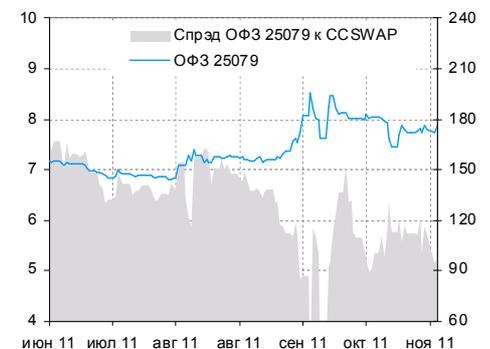
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

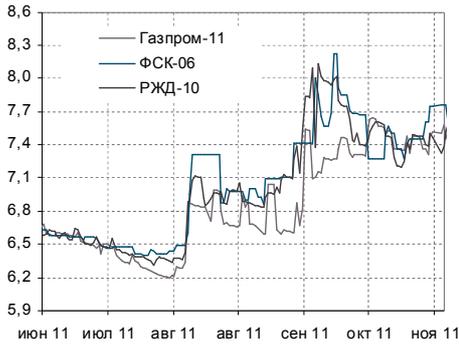


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

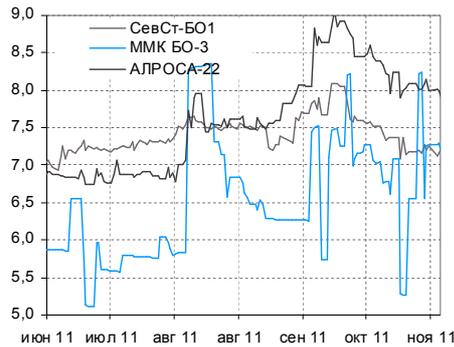


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

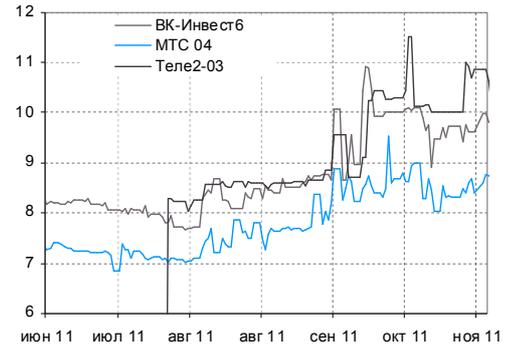
Доходности российских монополий



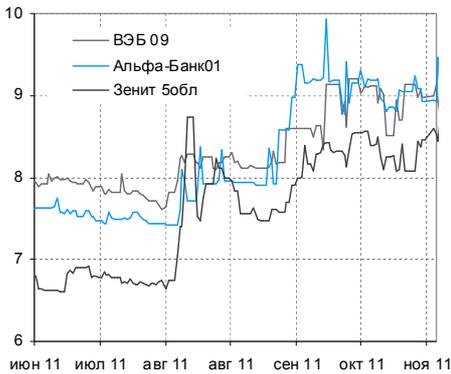
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



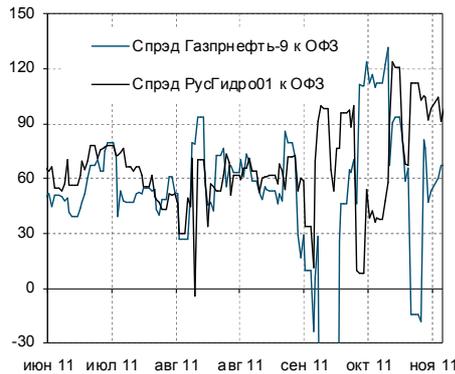
Доходности "Телекоммуникации"



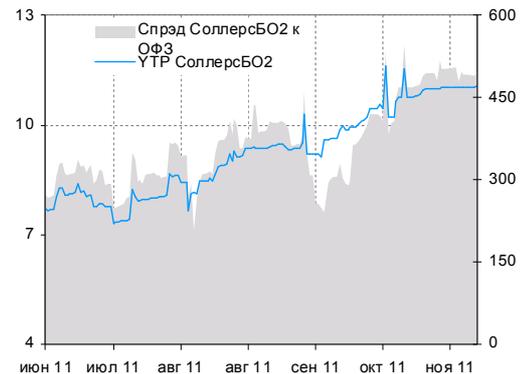
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

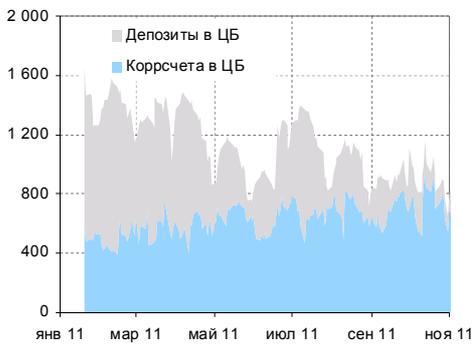


Облигации с текущей доходностью выше 10%

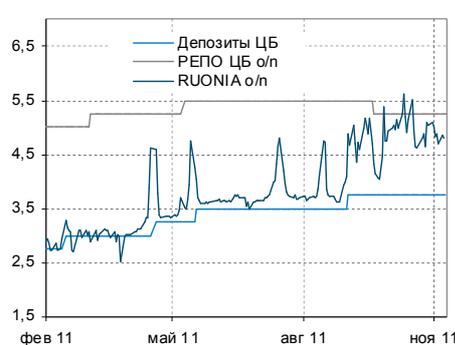


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

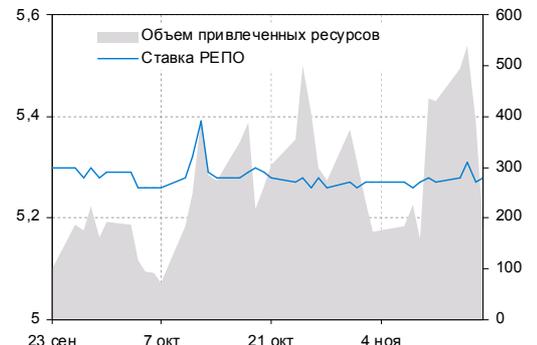
Динамика депозитов и остатков на кор. счетах



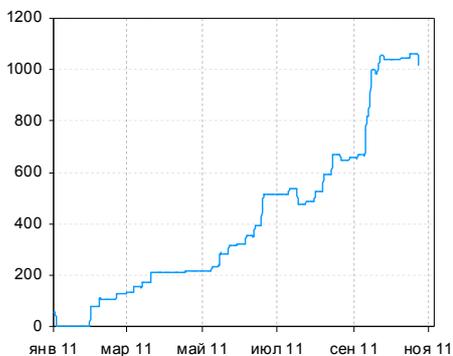
Динамика ставок денежного рынка



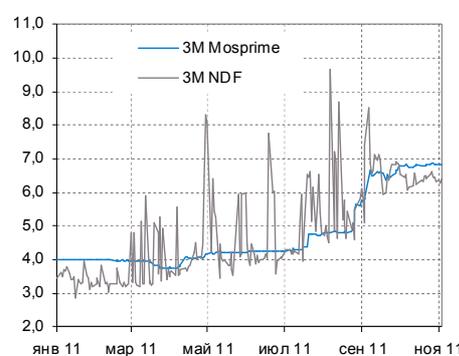
Динамика объемов и ставок РЕПО (o/n)



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

**Долговой рынок**

Ольга Ефремова

Efremova\_OV@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov\_AVi@nomos.ru

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

**Кредитный анализ**

Александр Полютов

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 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 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.