

Конъюнктура рынков

Внешние рынки

На глобальных площадках резонанс на снижение рейтинга Испании проявился весьма сдержанно, также не стал поводом для sale-off в рискованных активах и не оправдавший ожидания отчет по ВВП США в 1 квартале текущего года. Для европейского долгового сегмента по-прежнему характерен рост доходностей первичного предложения – вчера это проявилось на итальянских аукционах. В сегменте UST сохраняется устойчивый спрос.

Российские еврооблигации

В сегменте российских еврооблигаций реакция на внешний негатив оказалась достаточно сдержанной, не отражающей существенного всплеска продаж. Спрос на российские риски сохраняется, но он носит весьма избирательный характер.

Рублевые облигации

Динамику котировок в сегменте рублевых бумаг не особо поддерживал укрепляющийся рубль и инициатива покупателей оставалась весьма сдержанной. Не исключаем, что природа положительных переоценок, которые можно было наблюдать по отдельным выпускам, во многом объясняется фактором подведения итогов по портфелям за апрель.

FX/Rates

Локальный валютный рынок отреагировал на рейтинговое действие по отношению Испании сильнее, чем международные площадки.

Наши ожидания

«Перестановка» рабочих дней на российских площадках обуславливает факт того, что сегодня локальные инвесторы будут лишены внешних ориентиров. Вместе с тем, велика вероятность того, что в сегодняшние ценовые уровни игроки постараются заложить ожидания относительно событий и макроотчетов, которые будут происходить в предстоящие длинные выходные. В частности, из наиболее существенных макроданных выделим отчеты понедельника по личным доходам и расходам в США, а также приходящийся на вторник отчет по индексу деловой активности в производственном секторе США в апреле. Из европейской статистики особого внимания требует отчет по ВВП Испании за 1 квартал 2012 года, а также прогнозы по инфляции в ЕС в апреле. Кроме того, во вторник будет опубликован и апрельский индекс деловой активности в производственном секторе Китая. Вместе с тем необходимость подведения итогов апреля будет мотивом для того, чтобы не допускать агрессивных отрицательных переоценок.

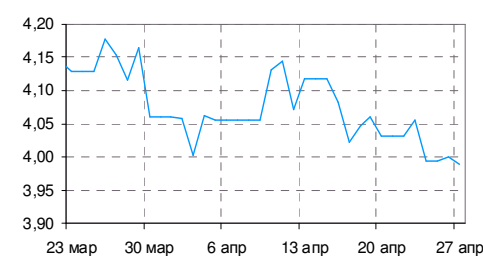
На локальном валютном рынке сегодня следует рассчитывать на тщетные попытки рубля продолжить укрепление. Кроме того, предстоящие длинные выходные будут способствовать формированию у участников «защитных» позиций.

Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	3,99	-1
CDS России	197	-1
MOSPRIME o/n	6,29	31
NDF 3M	5,81	0

	значение	изм
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	864,1	111
Остатки на депозитах, млрд руб.	61,5	-10
Доллар / рубль (ЦБ), руб	29,32	-0,03
Корзина (ЦБ), руб	33,58	0,00

Динамика доходности Russia-30



Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3M	0,47	0,0
ERIBOR 3M	0,72	-0,5
EUR/USD	1,32	
UST-10	1,94	0
Германия-10	1,70	2
EFSF-10	2,97	-1
Италия - 10	5,63	0
Испания - 10	5,85	4
Португалия-10	10,23	-45
CDS 5Y Ирландия	570	-7
CDS 5Y Португалия	977	-3
CDS 5Y Италия	448	-1
CDS 5Y Испания	475	2

Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	644,0	-19
iTRAXX CEEMEA 5Y	284,8	-3
iTRAXX SOVX WE 5Y	275,3	1

Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 25075	7,06	1
ОФЗ 26205	7,98	0
ОФЗ 26207	8,24	1
Газпром-11	7,26	-1
РЖД-10	7,40	10
ФСК-6	7,43	0
РусГидро-1	8,38	0
МТС-04	8,10	-4
Вк-Инвест6	8,84	-10
Северсталь-БО1	7,50	5
ВЭБ-09	8,62	-27
Альфа-Банк01	8,70	0

Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	6,93	-1
Gazprom-37	6,08	0
Sberbank-21	5,54	0
AlfaBank-21	8,10	0
Evraz-18	7,50	3
Vimpel-22	7,97	-4
TNK-BP-18	4,66	-14

Главные новости

СКБ-Банк (В1/-/В): финансовые результаты за 2011 год.

Отчетность смотрится вполне позитивно, при этом приобретение характера розничного банка двигает маржинальность бизнеса и уровень NPL вверх. Ждем итогов 2012 года, где, на наш взгляд, будут отыграны.

Газпром: положительные результаты за 2011 год.

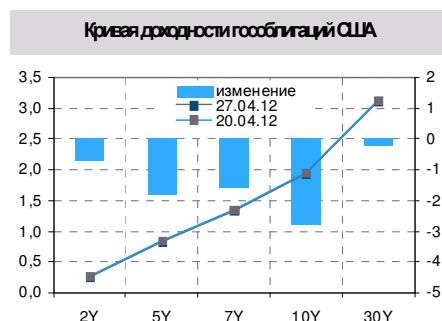
Компания опубликовала довольно положительную отчетность за 2011 год. Кредитные метрики, как всегда, без нареканий. Вчера также состоялась телеконференция, в результате которой стало известно, что компания планирует новые заимствования.

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

На глобальных площадках резонанс на снижение рейтинга Испании проявился весьма сдержанно, также не стал поводом для sale-off в рискованных активах и не оправдавший ожидания отчет по ВВП США в 1 квартале текущего года. Для европейского долгового сегмента по-прежнему характерен рост доходностей первичного предложения – вчера это проявилось на итальянских аукционах. В сегменте UST сохраняется устойчивый спрос.



С одной стороны, сообщение о снижении рейтинга Испании стало еще одним поводом для того, чтобы повысить требования к премиям за риски в доходности европейских долговых бумаг. С другой – данная мера была во многом предсказуемой. Вероятно, именно по этой причине после некоторого всплеска продаж в госбумагах Испании, которые сдвигали доходность 10-летних бумаг существенно выше отметки 6% – к 6,16% годовых, а также других «периферийных» стран к концу дня ситуация поменялась на более комфортную, и потери первой половины дня удалось восстановить. Так, по 10-летним испанским бумагам доходность составляла 5,85% годовых («+4 б.п.» к значению четверга), а по итальянским – 5,63% (на уровне четверга).

При этом размещение новых итальянских обязательств с погашением в 2016 – 2022 годах завершилось достаточно благополучно – доходности по сложившейся традиции увеличились относительно мартовских аукционов, но спрос все равно имел место и объем размещения соответствовал запланированному.

Итоги аукционов по размещению Итальянских гособлигаций

5 лет		
Дата	28 апр	28 фев
Объем размещения млн евро	2 500	2 500
Доходность средневзвешенная	4,18%	4,19%
bid/cover	1,647	1,412
10 лет		
Дата	28 апр	28 фев
Объем размещения млн евро	3 250	3 750
Доходность средневзвешенная	5,24%	5,50%
Bid/Cover	1,654	1,403

Источник: Bloomberg, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

К разочарованиям вчерашнего дня можно отнести также не оправдавший ожидания предварительный отчет по ВВП США в 1 квартале 2012 года (рост зафиксирован на уровне 2,2% при ожидании 2,5%), однако и этот факт был воспринят участниками рынка довольно сдержанно. Не исключено, что в качестве «компенсации» инвесторы восприняли апрельский индекс потребительского доверия, который составил 76,4х при ожидании 75,8х.

В конечном счете, при положительной динамике фондовых индексов не пропал спрос и на UST – доходность 10-летних бумаг осталась по итогам торгов неизменной – на уровне 1,94% годовых.

Вчерашний день на международном валютном рынке продемонстрировал всю силу евро. Напомним, что накануне международное агентство S&P объявило о понижении рейтинга одной из крупнейших стран Еврозоны – Испании, а также сохранило негативный прогноз. Однако это не помешало европейской валюте в ходе вчерашних торгов не только компенсировать потерянные уровни, но и обновить двухнедельный максимум (1,326х). В роли позитивного момента, переменявшего настроения инвесторов, выступили данные о росте

объемов розничных продаж в Италии на 0,6% при прогнозе снижения на 0,1%. В целом, сложилось впечатление, что инвесторы, устроившие распродажи в четверг вечером, испугавшись дальнейшей волны понижений рейтингов остальных стран ЕС, в пятницу полностью разубедились в этом. Кроме того, в роли индикатора отношения инвесторов к европейскому региону выступил аукцион по размещению гособлигаций Италии. Ожидаемая всем рынком публикация предварительных данных о ВВП США за первый квартал, не оправдавшая ожиданий, лишь оказала европейской валюте поддержку. Отметим, что ранее в подобной ситуации инвесторы предпочли бы доллар с целью дальнейшего перехода в защитный инструмент UST, однако на этот раз рынок отреагировал вполне рационально. По итогам дня пара EUR/USD составляла 1,3235x.

*Ольга Ефремова
Алексей Егоров*

Российские еврооблигации

В сегменте российских еврооблигаций реакция на внешний негатив оказалась достаточно сдержанной, не отражающей существенного всплеска продаж. Спрос на российские риски сохраняется, но он носит весьма избирательный характер.

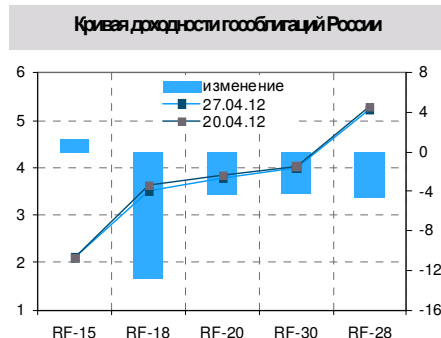
В пятницу торги в сегменте российских облигаций проходили достаточно ровно, несмотря на то, что внешний новостной поток складывался преимущественно негативным. В первой половине торгов проявился настрой на фиксацию, однако впоследствии, оглядываясь на достаточно сдержанную реакцию на внешних площадках, участники постарались «вернуть» котировки к уровням предыдущего закрытия.

Как мы полагаем, подобный «иммунитет» во многом был обусловлен нежеланием фиксировать отрицательные переоценки по итогам месяца. Так, в сегменте суверенных бумаг более явной была реакция в бондах Russia-30, которые дешевели утром до 119,75% (YTM 4,02%), но к закрытию снова подорожали до 120% (YTM 3,98%). Выпуск Russia-42, как оказалось, имел более существенную поддержку – его котировки не смещались вниз, а только продвинулись к закрытию выше – к 105,625% (YTM 5,24%).

В негосударственных бумагах в центре торговых событий были длинные выпуски ВымпелКома, где положительная переоценка по итогам дня составила порядка 25 б.п., бумаги Совкомфлота, прибавившие 0,375% (YTM 6,23%), рублевый выпуск РЖД («+0,25%», YTM 8,48%), а также новый выпуск Распадской («+0,1875%», YTM 7,68%).

Процесс размещения нового выпуска субординированных евробондов Газпромбанка происходил довольно ярко. Так, ощутимое снижение ориентира по доходности: с 7,5% до 7,25% - 7,35%, и установление финальной ставки на уровне 7,25% были достаточно негативно восприняты участниками рынка – на grey market выпуск оказался под давлением «коротких позиций», и его котировки опускались ниже номинала более чем на 0,375%. Вместе с тем, после завершения аллокации неудовлетворенный спрос покупателей (по оценкам организаторов при объеме эмиссии 500 млн долл. было выставлено заявок более чем на 1,5 млрд долл.) стал активно двигать котировки бумаг вверх – почти на 0,75%, хотя общая идея возможного апсайда по бумагам выражена, на наш взгляд, слабо – спрэд к senior выпускам ВЭБа и ВТБ, согласно установленной ставке, ограничился диапазоном 85 – 150 б.п., что по верхней границе является необходимой компенсацией за разницу в кредитном качестве и субординированный характер бумаг Газпромбанка.

Ольга Ефремова



Рублевые облигации

Динамику котировок в сегменте рублевых бумаг не особо поддерживал укрепляющийся рубль и инициатива покупателей оставалась весьма сдержанной. Не исключаем, что природа положительных переоценок, которые можно было наблюдать по отдельным выпускам, во многом объясняется фактором подведения итогов по портфелям за апрель.

Вчерашние торги в сегменте рублевого долга отражали смешанные настроения участников, но настрой на попытку удержать положительные переоценки ощущался достаточно явно. Судя по всему влияние фактора подведения итогов по портфелям за апрель было достаточно существенным.

В сегменте ОФЗ преобладали отрицательные переоценки, которые варьировались в диапазоне 10-20 б.п., касаясь преимущественно бумаг с дюрацией более 3 лет. При этом по наиболее ликвидному 26205 котировки не изменились.

В негосударственных выпусках в «плюсе» день завершался для бумаг ВК-Инвест6, НПК-1, Теле2 серий 04 и 05, бумаг Металлоинвеста, ВЭБа серий 06, 08, 09.

В зоне отрицательных переоценок остались выпуски Газпром нефть-8, Газпром нефть-БО6, ТГК2-БО1, а также оба выпуска Сибметинвеста.

Ольга Ефремова

Forex/Rates

Локальный валютный рынок отреагировал на рейтинговое действие по отношению Испании сильнее, чем международные площадки.

Открытие торгов на локальном валютном рынке ознаменовалось первым с начала недели резким ослаблением позиций рубля по причине резкого негативного внешнего фона. Вместе с тем, разворот тренда пары EUR/USD во второй половине дня практически не отразился на ходе локальных торгов, и рубль остался на утренних уровнях относительно доллара - 29,40 руб.), однако с невыразительной тенденцией на восстановление. По всей видимости, участники рынка предпочли перестраховаться, даже не обращая на то, что ситуация на сырьевых площадках не претерпела существенных изменений. Единственное, что оказало рублю действительно сильную поддержку это слабые данные по росту ВВП США в первом квартале. Инвесторы, вопреки существующей практике по бегству из рискованных валют в случае слабых данных в США предпочли наоборот перейти в рубль. Единственное предположение о том, почему на рынке была именно подобная реакция, связано с надеждой на запуск в Америке новой программы количественного смягчения, в случае слабого состояния экономики. По итогам дня стоимость бивалютной корзины составляла 33,61 руб., а курс доллара - 29,31 руб.

В банковской системе продолжается рост ликвидности. ЦБ сохраняет тенденцию по накоплению кредитных организаций ресурсами через инструмент прямого РЕПО. Согласно данным Банка России, сумма остатков на корсчетах и депозитах за вчерашний день увеличилась на 101 млрд руб. и составила 925,6 млрд руб. Сегодня регулятор в очередной раз увеличил предложение до рекордных уровней. Так, на однодневном аукционе прямого РЕПО максимальный лимит установлен в 580 млрд руб., а на семидневном 850 млрд руб. На наш взгляд, подобное действие, прежде всего, обусловлено вчерашним повышенным спросом, а также ожидаемым сегодня оттоком ликвидности в связи с уплатой налога на прибыль. Ставки денежного рынка вчера смогли преодолеть в рубле 6%. Так, MosPrime o/n вчера составила 6,29%.

Алексей Егоров

Наши ожидания

«Перестановка» рабочих дней на российских площадках обуславливает факт того, что сегодня локальные инвесторы будут лишены внешних ориентиров. Вместе с тем, велика вероятность того, что в сегодняшние ценовые уровни игроки постараются заложить ожидания относительно событий и макроотчетов, которые будут происходить в предстоящие длинные выходные. В частности, из наиболее существенных макроданных выделим отчеты понедельника по личным доходам и расходам в США, а также приходящийся на вторник отчет по индексу деловой активности в производственном секторе США в апреле. Из европейской статистики особого внимания требует отчет по ВВП Испании за 1 квартал 2012 года, а также прогнозы по инфляции в ЕС в апреле. Кроме того, во вторник будет опубликован и апрельский индекс деловой активности в производственном секторе Китая. Вместе с тем необходимость подведения итогов апреля будет мотивом для того, чтобы не допускать агрессивных отрицательных переоценок.

На локальном валютном рынке сегодня следует рассчитывать на тщетные попытки рубля продолжить укрепление. Кроме того, предстоящие длинные выходные будут способствовать формированию у участников «защитных» позиций.

Ольга Ефремова
Алексей Егоров

Календарь событий

Внешний долговой рынок

30 апреля Размещение гособлигаций Франции.

Макроэкономические события

30 апреля CPI по ЕС / прогноз апрель.

Статистика персональных доходов и расходов в США в марте.

Денежный рынок

28 апреля Уплата налога на прибыль.

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Новости коротко

Макроновости

- Минфин РФ 28 апреля 2012 года проведет **аукцион по размещению средств федерального бюджета** на банковские депозиты. Максимальный объем размещаемых средств составляет 10 млрд руб. Минимальная процентная ставка размещения установлена на уровне 5,85% годовых. Дата внесения депозитов - 2 мая 2012 года, дата возврата депозитов - 30 мая 2012 года.
- **Выплаты в счет погашения внешнего долга РФ** в национальной и иностранной валюте во втором квартале 2012 года, как ожидается, составят около 30 млрд долл., что на 39% меньше выплат первого квартала (48,7 млрд долл.). В том числе выплаты по основному долгу оцениваются в 24,0 млрд долл., процентов по долгу - 5,8 млрд долл. Согласно графику ЦБ, максимальные выплаты во втором квартале приходятся на июнь - 11,3 млрд долл. Объем платежей в третьем квартале, как ожидается, будет ниже, чем во втором - суммарно около 26,7 млрд долл., в том числе в сентябре - 13,4 млрд долл. По оценке ЦБ, совокупный внешний долг РФ по состоянию на 1 января 2012 года составлял 545,150 млрд долл., а к 1 апреля увеличился до 565,247 млрд долл.

Корпоративные новости

- **Мечел** завершил переговоры с кредиторами, их результатом стало внесение изменений в крупные кредитные договоры, по которым ожидалось нарушение отдельных финансовых ковенантов в связи со сложными рыночными условиями и снижением цен на продукцию компании, и получение отказов от прав требования по ним. Компания вела переговоры с более чем 25 ведущими международными и российскими банками с 29 марта по 26 апреля. Согласно комментариям менеджмента Мечела, достижение договоренности с кредиторами отражает доверие к Мечелу, как заемщику.
Новые ковенанты не уточняются, но их послабление, очевидно, должно позитивно отразиться на финансовой и оперативной гибкости в случае усиления волатильности цен на ключевых рынках. В то же время одним из основных приоритетов в деятельности компании является планомерное снижение уровня долга в целом и в особенности краткосрочного долга в ближайшей перспективе. Таким образом, опасения инвесторов относительно возможного ухудшения кредитного профиля компании могут отчасти рассеяться. Позитивная реакция в облигациях Мечела могла бы проявиться, если бы бумаги отличались чуть большей ликвидностью.
- **Норильский никель** в 1 квартале 2012 года увеличил общий объем производства товарного никеля на 7% по сравнению с 1 кварталом прошлого года - до 76 тыс. тонн. Рост общего объема производства никеля в отчетном периоде обусловлен увеличением выпуска товарной продукции на российских предприятиях группы («+1,8» тыс. тонн к аналогичному периоду предыдущего года), запуском австралийского предприятия Lake Johnston («+1,6» тыс. тонн) и ростом загрузки никелерафинировочного завода Norilsk Nickel Harjavalta («+1,3» тыс. тонн). Общий объем производства товарной меди ГМК «Норильский никель» в первом квартале 2012 года составил более 88 тыс. тонн по сравнению с 94 тыс. тонн в первом квартале 2011 года («-6%» или 5,5 тысяч тонн). Основной причиной сокращения производства меди является ожидаемое снижение объемов выпуска металла на российских предприятиях группы («-5» тыс. тонн к аналогичному периоду предыдущего года). /Интерфакс/
- **ОАО «Северсталь»** в 1 квартале 2012 года увеличило производство стали на 6% к предыдущему кварталу и на 9% к аналогичному периоду прошлого года - до 4 млн тонн. На российской площадке «Северсталь» снизила продажи сортового проката на 29% к предыдущему кварталу и на 22% к 1 кварталу - до 133 тыс. тонн. Снижение продаж труб большого диаметра (ТБД) составило 19% к предыдущему кварталу. Компания также снизила продажи холоднокатаного проката и оцинкованного листа, увеличив продажи горячекатаного проката и листа с полимерным покрытием. В сегменте «Северсталь Северная Америка» наблюдался рост продаж проката на 19%. /Интерфакс/

Долговые рынки

- С 27 апреля в разделе «перечень внесписочных ценных бумаг» ФБ ММВБ начнутся торги облигациями **ОАО «АИЖК»** серий A21 и A22. Напомним, что выпуск серии A21 номинальным объемом 15 млрд руб. был размещен в апреле текущего года, дата погашения займа - 15 февраля 2020 года. Выпуск серии A22 объемом 15 млрд руб. был размещен в марте этого года, дата погашения займа - 15 июля 2024 года.

Рейтинги и прогнозы

- Агентство Moody's повысило долгосрочные рейтинги долговых обязательств в иностранной и национальной валюте, а также рейтинги депозитов **ТрансКредитБанка** с «Ba1» до «Baa3». Прогноз по рейтингам «Стабильный».

Главные новости

СКБ-Банк (B1/-/B): финансовые результаты за 2011 год.

Отчетность смотрится вполне позитивно, при этом приобретение характера розничного банка двигает маржинальность бизнеса и уровень NPL вверх. Ждем итогов 2012 года, где, на наш взгляд, будут отыграны.

Событие. СКБ-Банк вчера представил инвесторам отчетность по МСФО за 2011 год.

Комментарий. По итогам прошедшего года можно сказать, что еще одним розничным банком стало больше: доля кредитов физлицам в кредитном портфеле СКБ-Банка превысила 50% и достигла 54,5% (43,4% на конец 2010 года). Также акцент был сделан на сегмент кредитования малого и среднего бизнеса (МСБ) доля выросла с 9,9% до 20,4%. Переориентация банка на более высокодоходные сегменты бизнеса позволили СКБ-Банку заметно увеличить показатель NIM – с 5,9% до 8,1%, по нашим подсчетам. При этом объем чистых процентных доходов вырос почти в 2 раза – с 3,45 млрд руб. до 6,61 млрд руб.

Впрочем как мы видим, на чистой прибыли и показателях рентабельности это не отразилось столь заметно: финансовый результат деятельности вырос всего на 30% по сравнению с 2010 годом до 0,95 млрд руб., RoAA и RoAE показали слабую динамику: первый вообще остался на уровне 1%, а RoAE вырос с 12,4% до 13,6%. Впрочем, в данном случае нет ничего удивительного – переориентация на более высокорисковые сегменты потребовала соответствующего начисления резервов: объем отчислений увеличился с 3,4 млрд руб. до 6,6 млрд руб., что и оказало существенное давление на прибыль банка. Тем не менее, даже двукратное увеличение резервов не «спасло» банк от небольшого снижения показателя «резервы / NPL», который упал с 1,1х до 1,0х. Однако мы не считаем это критичным.

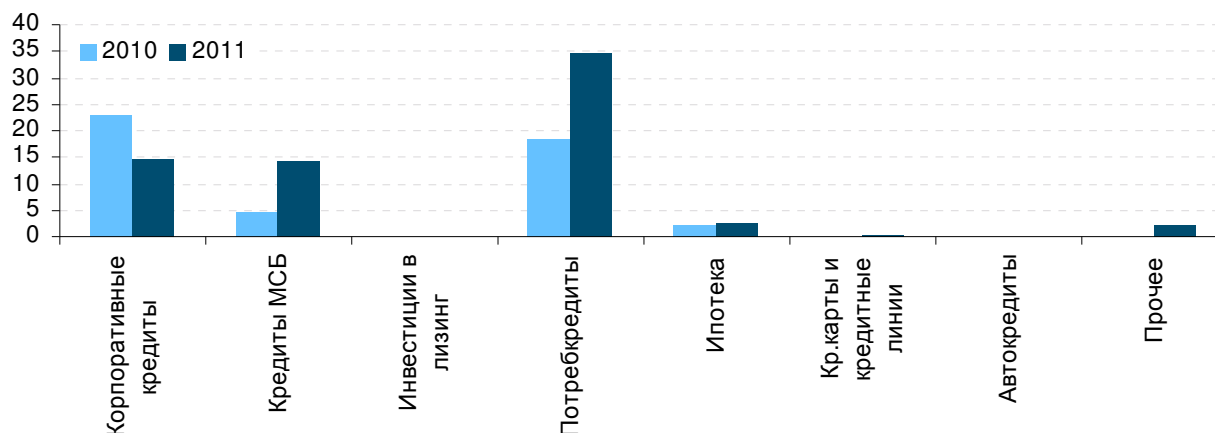
Активность в более рискованных сегментах привела к росту NPL (90+) с 6,1% на конец 2010 года до 7% на конец отчетного периода, несмотря на 41% рост кредитного портфеля. В целом, на наш взгляд, со временем данный показатель должен стабилизироваться, для сравнения. у Восточного Экспресса он порядка 6,4%, у ХКФ-Банка – 5,8%, у Русского Стандарта – 4,5%.

Отметим, что в прошлом году Банк рос быстрее рынка и в ранкинге банков по активам (Интерфакс) он поднялся с 46 места на конец 2010 года до 40 места на конец 2011 года и до 38 места – на конец 1 квартала текущего года, таким образом «наступая на пятки» ОТП-Банку (37 место), БИНБАНКу (36 место), Восточному Экспрессу (34 место) и ХКФ-Банку (31 место).

Основу фондирования кредитной организации составляют средства клиентов – высокие 76% пассивов. На выпущенные долговые ценные бумаги приходится всего 8%. Напомним, сейчас в обращении находится 4 выпуска на общую сумму 9 млрд руб. При этом по трем из них наступает оферта в текущем году (БО-03, БО-04, БО-05 – всего 7 млрд руб.). В целом, мы не ждем проблем по данным

обязательствам, поскольку они разнесены по срокам (в июне, октябре и декабре), а кредитный портфель способен генерировать необходимый денежный поток. Однако мы все же ждем выхода банка на долговой рынок, особенно учитывая, что у эмитента зарегистрировано еще 8 выпусков. Из обращающихся бумаг, на наш взгляд, наиболее интересно смотрятся биржевые облигации серии 04, однако их ликвидность весьма слабая.

Динамика кредитного портфеля СКБ-Банка по сегментам, млрд руб.



Финансовые показатели СКБ-Банка, МСФО

Показатели отчетности, млн руб.	2009	2010	2011	2011 / 2010, %
Активы	59 391	82 897	108 868	31%
Кредиты (net)	30 692	48 889	68 904	41%
Кредиты (gross)	33 758	52 451	74 145	41%
доля в активах	51,7%	59,0%	63,3%	---
NPL (>90дн.)	8,4%	6,1%	7,0%	---
покрытие NPL резервами	1,1	1,1	1,0	---
кредиты / клиентские средства	0,7	0,8	0,8	---
Вложения в финансовые активы	10 877	13 850	13 048	-6%
доля в активах	18,3%	16,7%	12,0%	---
Средства клиентов	44 271	61 173	82 853	35%
доля в активах	74,5%	73,8%	76,1%	---
Коэффициент достаточности общего капитала	17,0%	12,8%	13,2%	---
Чистые процентные доходы (до резервов)	2 687	3 450	6 613	92%
Прибыль	156	712	949	33%
Качественные показатели деятельности	2009	2010	2011	%
Рентабельность собственных средств (RoAE)	2,9%	12,4%	13,6%	1,2%
Рентабельность активов (RoAA)	0,3%	1,0%	1,0%	0,0%
C / I	55,9%	65,2%	54,7%	-10,4%
NIM	6,1%	5,9%	8,1%	2,2%

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Елена Федоткова

Газпром: положительные результаты за 2011 год.

Компания опубликовала довольно положительную отчетность за 2011 год. Кредитные метрики, как всегда, без нареканий. Вчера также состоялась телеконференция, в результате которой стало известно, что компания планирует новые заимствования.

Событие. Газпром обнародовал финансовую отчетность за 4 квартал и весь 2011 год.

Комментарий.

- 4 кв. 2011 года вновь стал рекордным для концерна, исходя из величины

CAPEX - \$ 15.6 млрд. (+12 % кв-к-кв и +37 % г-к-г). Как следствие показатель свободного денежного потока за квартал, хотя и вышел из зоны отрицательных значений (\$ 2.6 млрд.), но в условиях сезонно высокого уровня EBITDA по-прежнему оставляет желать лучшего. По году свободные денежные потоки достигли \$ 2.75 млрд.

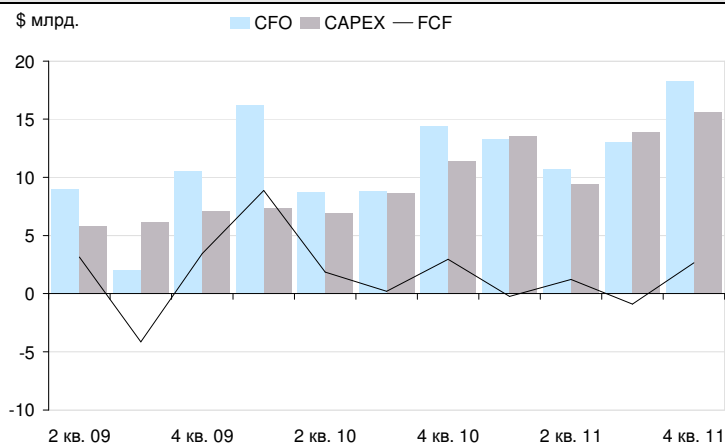
- Превышение фактического показателя EBITDA над нашими оценками обусловлено, прежде всего, отличной динамикой продаж газа в странах бывшего СНГ (за весь 2011 год – 81.7 млрд. куб., что на 16 % выше, чем в 2010 году и на 44 % больше по сравнению с 2009 годом). При этом ценовой дисконт при продажах в страны СНГ относительно западноевропейского уровня снизился за последние пять лет с 60 % до 25 %. Кроме того, в 4 кв. 2011 г Газпрому удалось продемонстрировать хорошую динамику в части продаж газового конденсата (+ 10 % кв-к-кв), а также реализации тепловой и электрической энергий (+ 31 % г-к-г).
- За счет опережающего роста показателя EBITDA уровень чистой прибыли также превзошел наши прогнозы (в годовом исчислении – около 10 %), и на этом фоне компании, как и кварталом ранее, удалось продемонстрировать эффективную работу с оборотным капиталом (снизился в 4 кв. 2011 г примерно на \$ 270 млн, при этом в целом по году рост составил около \$1 млрд.).
- Полученные свободные денежные средства концерн направил на погашение чистого долга, вместе с тем, совокупно за год долг все же вырос, составив на конец отчетного периода 47,8 млрд долл., что стало на 11% выше годом ранее. Соотношение Debt/EBITDA, за счет роста маржинальности, было лучше результатов годом ранее - 0,7х vs 0,9х соответственно.
- Состоявшаяся позднее телеконференция для инвесторов была весьма информативной. В центре внимания аналитиков были три ключевых темы: грядущее изменение ставок по НДС, размер инвестиционной программы и динамика экспорта в текущем году. Ответы менеджмента Газпрома на вопросы, связанные с возможными изменениями фискальной нагрузки на отрасль свидетельствуют о том, что в деле увеличения НДС пока рано ставить точку, и общий размер налоговых новаций может быть не таким критичным для концерна, как об этом писал ряд СМИ. По оценкам менеджмента, даже в случае роста НДС Газпром не будет снижать дивидендный pay-out ratio по РСБУ ниже 25 %, сделав ставку на сокращение размера инвестиционной программы либо привлечение заемных средств). Учитывая это, в текущем году вполне можно ждать анонсированных достаточно давно рублевых облигаций компании.
- Активность в бумагах Газпрома сосредоточена на рынке евробондов, где вчера, несмотря на довольно положительную отчетность, бумаги не имели однородной динамики. Особых идей в бумагах на сегодняшний день, некоторый апсайдом выделяется выпуск Gazprom-18 (8,146%)

Финансовые результаты Газпрома за 4 кв. 2011 г по МСФО

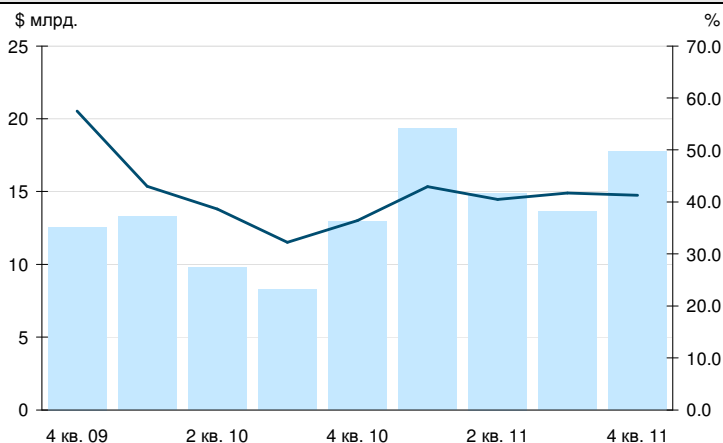
\$ млн	2010	2011	+/-, %
Выручка	118 414	157 406	33
EBITDA	46 878	65 573	40
Маржа, %	39.6	41.7	
Чистая прибыль	29 166	44 346	52
Свободный денежный поток	8 575	2 751	-68
Чистый долг	28 300	32 250	14
Чистый долг/EBITDA	0.6	0.5	-0.1

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Динамика свободных денежных потоков Газпрома, \$ млн.



Динамика показателя EBITDA и рентабельности по EBITDA Газпрома

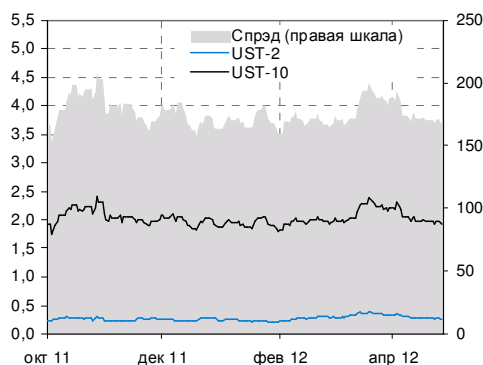


Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

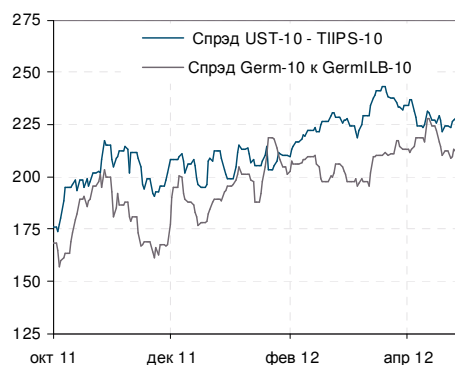
Денис Борисов
Игорь Голубев

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

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



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



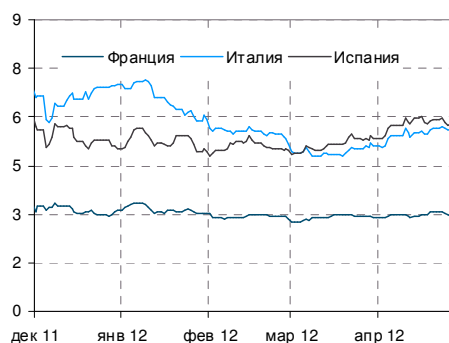
10-летние бумаги Германии и EFSF-10



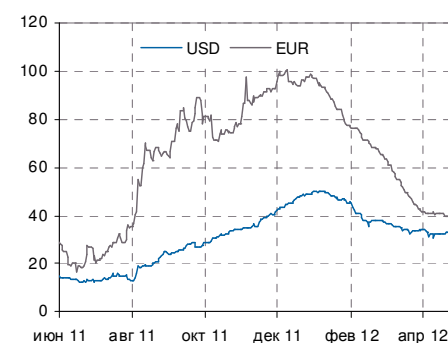
Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

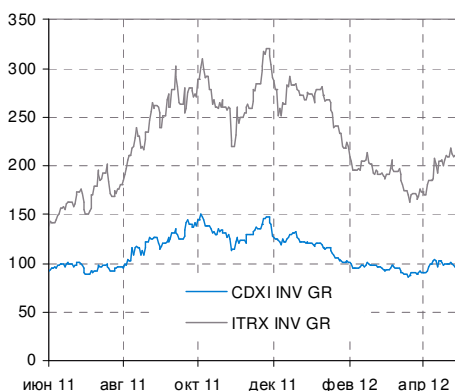


Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

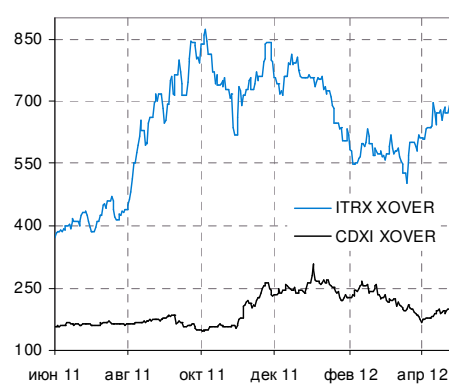


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

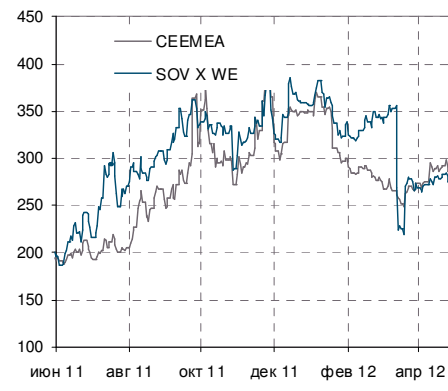
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX /Cross-Over

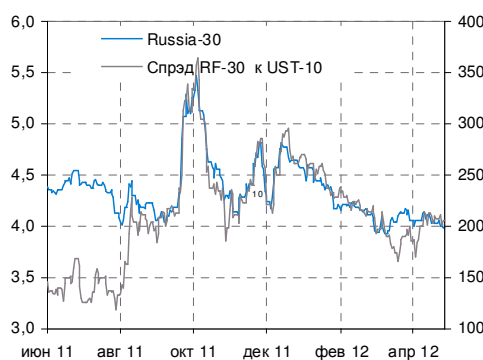


ITRX / Governments

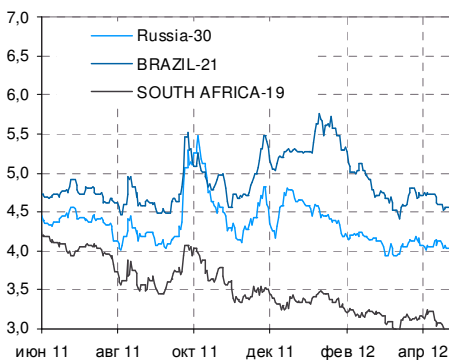


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

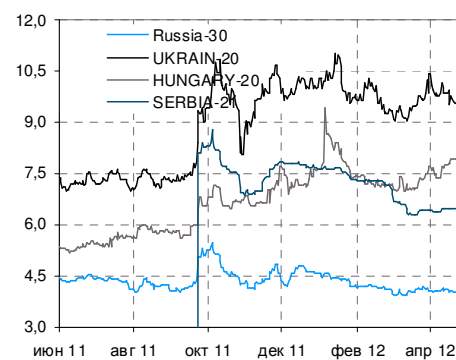
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

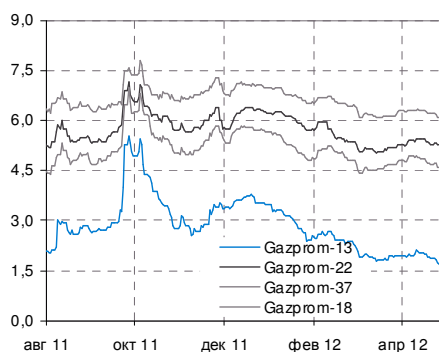


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

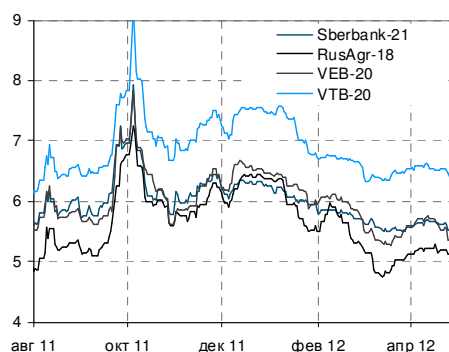


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

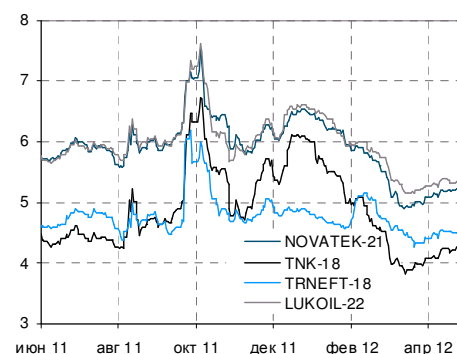
Еврооблигации Газпрома



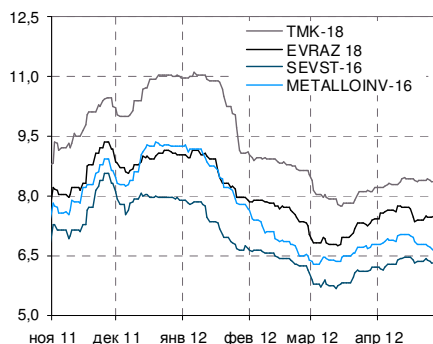
Евробонды госбанков



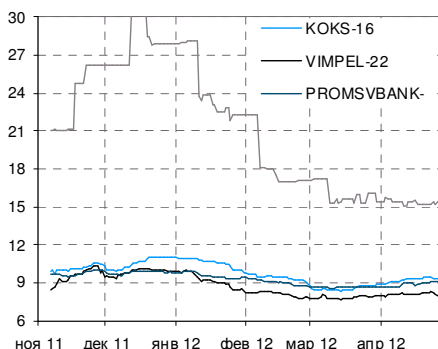
Еврооблигации нефтегазового сектора



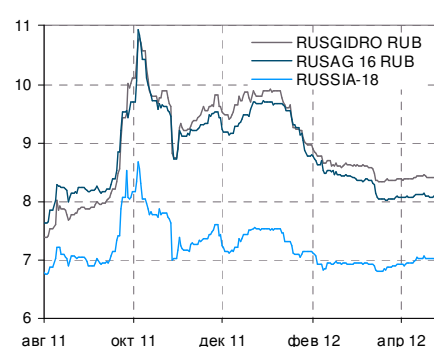
Еврооблигации металлургического сектора



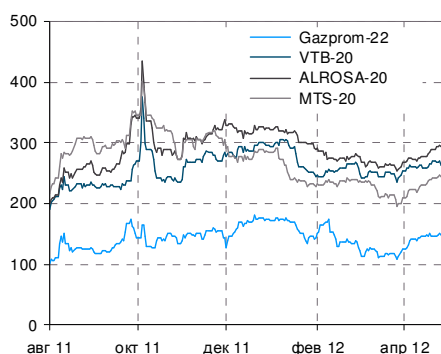
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



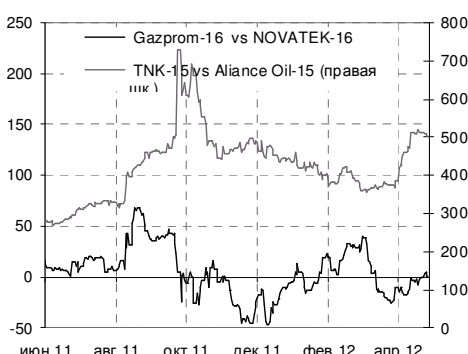
Еврооблигации, номинированные в рублях



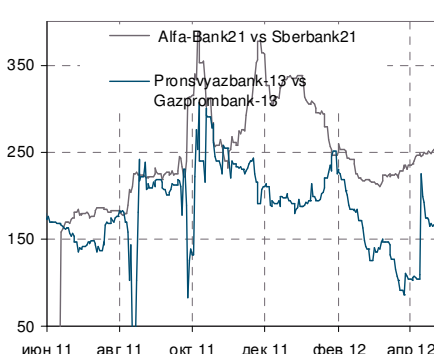
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

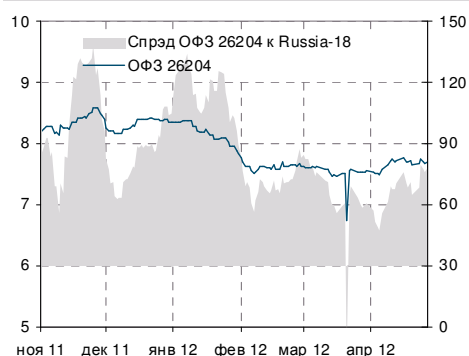


Спрэды в банковском секторе

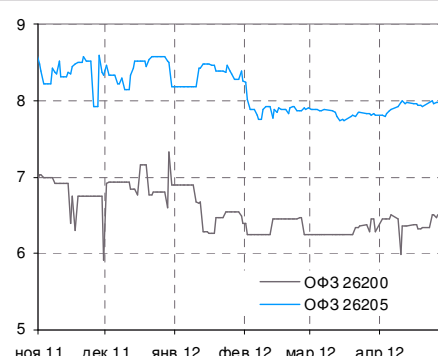


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

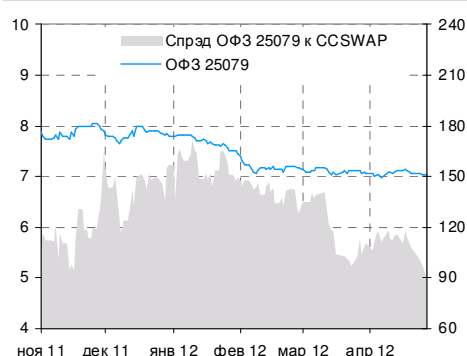
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

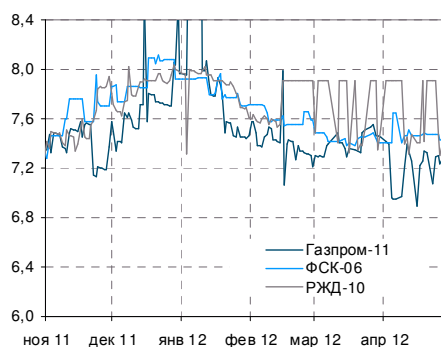


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

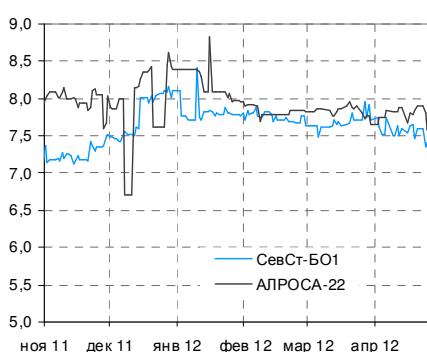


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

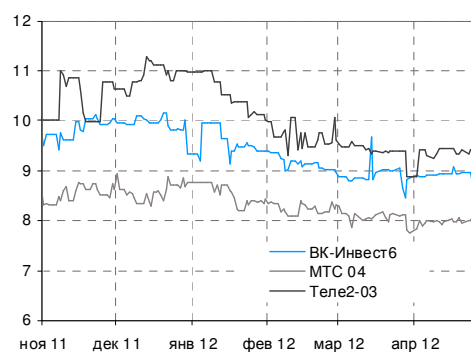
Доходности российских монополий



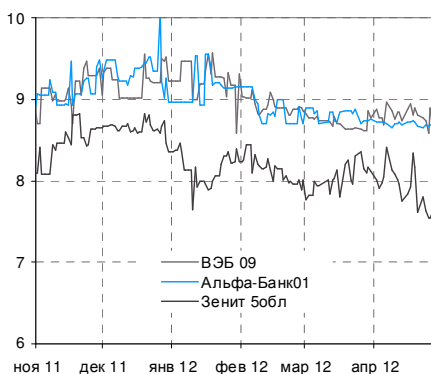
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



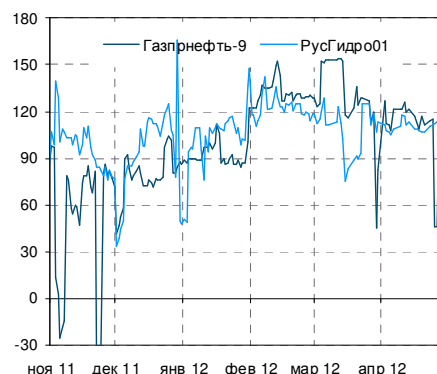
Доходности "Телекоммуникации"



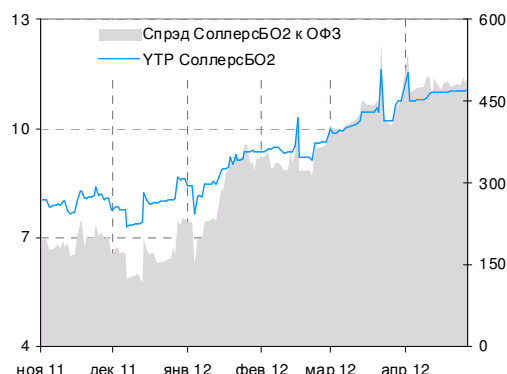
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

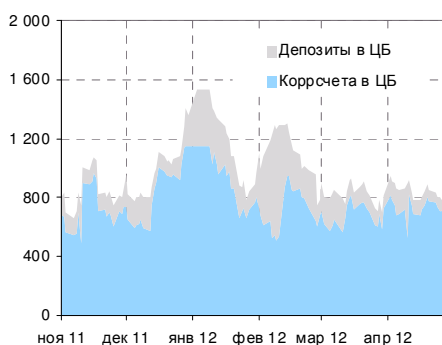


Облигации с текущей доходностью выше 10%

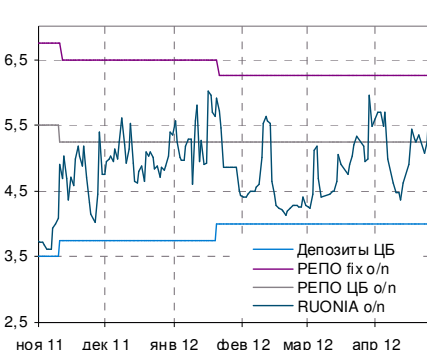


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Динамика депозитов и остатков на корсчетах



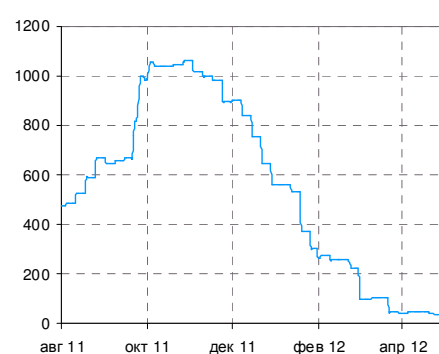
Динамика ставок денежного рынка



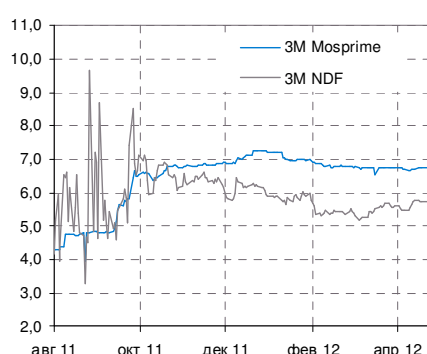
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



Динамика задолженности по депозитам Минфина



3M Mosprime и ставка NDF



Динамика валютного курса



Аналитический департамент

Тел. (495) 797-32-48

Факс. (495) 797-52-48

research@nomos.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Нефть и газ

Денис Борисов

Borisov_DV@nomos.ru

Металлургия

Юрий 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

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.