

# Рынки и Эмитенты: факты и комментарии

26 августа 2011 года

## Новость дня

По данным Emerging Portfolio Fund Research, отток капитала из фондов, инвестирующих в акции РФ и стран СНГ, за период с 18 по 24 августа достиг самого высокого показателя за последние пять лет и составил 491 млн долл., против оттока неделей ранее в 309 млн долл.

## Новости эмитентов.....стр 2

- Райффайзенбанк позитивно отчитался по МСФО за 1 полугодие 2011 года.
- Буровая компания Евразия («ВВ» Fitch) – нейтральная отчетность за второй квартал и первое полугодие 2011 года.
- Отчетность ММК и Северстали: одновременно, но по-разному.
- Отчетность Х5 за 1 полугодие 2011 года – нейтрально для котировок бумаг Компании.
- МТС, ВымпелКом, Ростелеком.

## Денежный рынок.....стр 8

- Экономика США нуждается в стимулировании, однако его формы пока не ясны.
- Ликвидность банковской системы понесла существенные потери.

## Долговые рынки.....стр 10

- Внешние рынки: центр притяжения общего внимания – «Джексон Холл». До появления новостей оттуда рынки будут без курса.
- Российские еврооблигации остаются в зависимости от глобальной неопределенности.
- Рублевые облигации: спрос на рублевую ликвидность возрастает, а вот привлекательность рублевых активов сохраняется низкой.

## Панорама рублевого сегмента.....стр 12

## Основные рыночные индикаторы

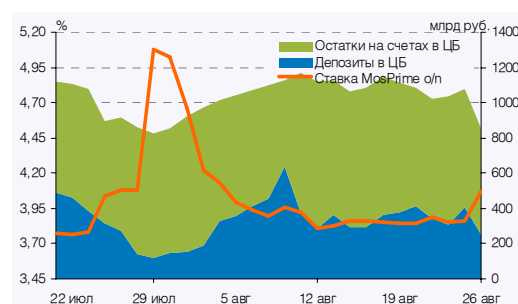
ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ			
	Yield	Изм 1 день, бп	YTD, бп
UST - 10 Y	2,23%	-7	-114
Russia-30	4,24%	0	-60
ОФЗ 25068	6,66%	-5	-46
ОФЗ 25077	7,46%	-1	n/a
Газпромнефт4	8,24%	0	258
РЖД-10	6,98%	12	-37
АИЖК-8	7,85%	0	-11
ВЭБ 08	7,10%	0	n/a
Россельхб-8	7,68%	-1	82
МосОбл-8	8,48%	23	-4
Мгop62	6,99%	-1	-43

ИНДЕКСЫ			
		Изм 1 день, бп	YTD, бп
MICEX_BOND_CP	94,49%	-2	-22
ITRAXX XOVER S15 5Y	701,67	-17	263
CDX XO 5Y	256,20	2	91
		Изм 1 день, %	YTD, %
MICEX	1 442,51	-1,3%	-14,5%
RTS	1 583,97	-1,1%	-10,5%
S&P 500	1 159,27	-1,6%	-7,8%
DAX	5 584,14	-1,7%	-19,2%
NIKKEI	8 772,36	1,5%	-15,2%

СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ			
	долл.	Изм 1 день, %	YTD, %
Нефть Urals	110,65	0,5%	22,3%
Нефть WTI	85,30	0,2%	-5,1%
Золото	1 774,15	0,8%	26,3%
Никель LME 3 М	20 812	0,1%	-14,4%

Источник: Bloomberg, ММВБ

## Характеристика денежного рынка



Источник: Банк России

**МАКРОновости**

- На аукционе по размещению свободных средств Фонда ЖКХ на срок до востребования в объеме 2 млрд руб. были поданы заявки на сумму 10,719 млрд руб. Диапазон ставок, указанных в заявках уполномоченных банков, составлял 2,8–4,8% годовых. Ставка отсечения и средневзвешенная ставка составили 4,8%. При размещении средств на 34 дня в объеме 2,5 млрд руб. были поданы заявки на сумму 17,407 млрд руб. Минимальная ставка, указанная в заявках уполномоченных банков, составила 3,4% годовых, максимальная – 4,82% годовых. По итогам аукциона было удовлетворено 2 заявки уполномоченных банков на общую сумму 2,5 млрд. руб. Ставка отсечения составила 4,77% годовых, средневзвешенная ставка по удовлетворенным заявкам составила 4,78% годовых
- По данным Emerging Portfolio Fund Research, с 1 января по 24 августа 2011 года приток капитала в фонды, инвестирующие в акции РФ и стран СНГ, сократился до 1,935 млрд долл.
- По данным ЦБ, объем денежной базы в узком определении за неделю с 15 по 22 августа 2011 года вырос на 59,9 млрд руб. и составил 6329,8 млрд руб.

**Купоны, оферты, размещения**

- ФСФР 25 августа 2011 года зарегистрировала проспект облигаций ОАО «РОСНАНО» серий 01, 02 и 03 общим объемом 33 млрд руб. Напомним, облигации были размещены путем конвертации ранее выпущенных облигаций ГК «Роснотех» в результате реорганизации госкорпорации.

**ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР****Райффайзенбанк позитивно отчитался по МСФО за 1 полугодие 2011 года.**

Вчера международная Райффайзенбанк представил консолидированные результаты по МСФО за 1 полугодие 2011 года, в том числе отдельные показатели по российскому подразделению.

В 1 полугодии Группа получила прибыль (до налогообложения) в размере 879 млн евро, то есть на 51,6% больше, чем за аналогичный период прошлого года (879 млн евро). Наиболее успешен был 2 квартал – 345 млн евро (187 млн евро во 2 квартале 2010 года). Особенно позитивными были итоги российского подразделения, которое продемонстрировало более высокие темпы роста финансового результата – «+82» и в итоге сформировало 23% (206 млн евро) всей прибыли Группы. Столь позитивным результатам российского Райффайзенбанка способствовали сокращение резервов, рост чистых процентных доходов и доходов от торговых операций. Также в качестве положительных моментов на вчерашнем конференц–колле были отмечены рост кредитования («+10%» до 8337 млн евро), причем как в корпоративном, так и розничном сегменте, и грамотное управление структурой фондирования, что, в итоге, привело к снижению его стоимости. Последнее подтверждается ростом показателя NIM, который со значения 4,2% за январь–июнь 2010 года поднялся до 4,4% за отчетный период. Внутри полугодия также наблюдалось некоторое увеличение: 4,5% во 2 квартале против 4,4% в 1 квартале.

Когда Россия выступает для Группы как перспективный регион (хотя, по словам менеджмента, Группа не ставит во главу угла долю рынка в России в качестве ключевой цели развития в нашей стране): при 23% доле в прибыли доля российского Райффайзенбанка в активах составляет менее 10%, – проблемными точками были названы Венгрия и Белоруссия. Хотя в отношении последней было отмечено, что вероятность дефолта данной страны аналитиками Банка рассматривается как низкая, в том числе ввиду потенциальной поддержки со

стороны России и Европы. Кроме того, ввиду практически отсутствия валютной выручки у клиентов Банка, то проблемой являются не столько валютные риски, сколько интенсивно растущая инфляция.

Отдельные финансовые показатели за 1 полугодие 2011 года (МСФО)						
Райффайзенбанк						
Международные рейтинги российского подразделения (M / S&P / F)	Baa3 / BBB / BBB+					
Международные рейтинги Группы Райффайзен (M / S&P / F)	A1 / A / A					
Балансовые показатели, млн евро	4Q2010	1Q2011	2Q2011	1H2010	1H2011	Изменение, %
ASSETS	12 442,0	12 464,0	13 196,0	13 016,0	13 196,0	6%
Loans	7 601,0	7 734,0	8 337,0	7 135,0	8 337,0	10%
NPL (>90дн.)	8,8%	8,4%	7,2%	n/a	7,2%	---
coverage ratio	n/a	n/a	103,5%	n/a	103,5%	---
Customer accounts	6 764,0	7 362,0	8 283,0	6 495,0	8 283,0	22%
% assets	54,4%	59,1%	62,8%	49,9%	62,8%	---
Показатели прибыльности, млн евро	4Q2010	1Q2011	2Q2011	1H2010	1H2011	Изменение, %
Operating income	186,0	217,0	229,0	393,0	446,0	13%
Net interest income	126,0	136,0	143,0	256,0	279,0	9%
Net fee and commission income	59,0	52,0	57,0	103,0	109,0	6%
Net trading income	16,0	32,0	28,0	41,0	60,0	46%
Other net operating income	-14,0	-3,0	1,0	-7,0	-2,0	-71%
Provisioning for impairment losses	6,0	-2,0	-2,0	-67,0	-4,0	-94%
General administrative expenses	-114,0	-113,0	-109,0	-199,0	-222,0	12%
Net income from financial investments and derivatives	5,0	-8,0	-6,0	-15,0	-14,0	-7%
Net profit	76,0	70,0	86,0	84,0	156,0	86%
Качественные показатели деятельности	4Q2010	1Q2011	2Q2011	1H2010	1H2011	Изменение, %
RoAE	18,1%	14,8%	18,4%	9,8%	16,8%	7%
Loan / Deposit ratio	112,4%	105,0%	100,7%	109,8%	100,7%	-9%
Cost / Income	61,1%	51,9%	47,6%	50,6%	49,7%	-1%
NIM	n/a	4,4%	4,5%	4,2%	4,4%	0%

Источник: данные Банка, расчеты НОМОС-БАНКА

Также по России было отмечено сокращение проблемной задолженности до 7,2% (8,8% на начало года), при этом покрытие резервами составляет 1,04x. В результате, неудивительно, что отчисления в резервы сократились с 67 млн евро в 1 полугодии 2010 года до 4 млн евро в январе–июне 2011 года и позитивно повлияли на прибыль.

В целом, можно отметить, что результаты Райффайзенбанка, видимо, достаточно схожи с ранее отчитавшимся российским ЮниКредит банком ([http://st.finam.ru/ipo/comments/\\_Daily\\_10\\_08\\_2011.pdf](http://st.finam.ru/ipo/comments/_Daily_10_08_2011.pdf)), чистая прибыль которого составила 209 млн евро (129 млн евро без разового дохода от переоценки) при 156 млн долл. у Райффайзенбанка, показатель NIM – 4,3% (Райффайзенбанк – 4,4%) при активах 13 883 млн евро (Райффайзенбанк – 13 196 млн евро). Однако все же стоит отметить, что NPL у Райффайзенбанка заметно выше, как и уровень расходов к доходам.

С точки зрения бумаг, мы не видим возможности для апсайда в текущих условиях. Напомним, что сейчас обращается два рублевых выпуска российского Банка серий 04 и БО–07. при этом ликвидным сейчас является короткий выпуск серии 04, торгующийся с доходностью 6,3% при дюрации 104 дня.

Елена Федоткова  
fedotkova\_ev@nomos.ru

**МЕТАЛЛУРГИЯ И ДОБЫВАЮЩИЙ СЕКТОР****Отчетность ММК и Северстали: одновременно, но по-разному.**

Сегодня с утра вслед за НЛМК обе компании представили результаты за полугодие 2011 года. Результаты получились довольно разные. Далее мы приводим ключевые моменты. Полный комментарий мы планируем опубликовать в понедельник после conference-call, когда, как мы ожидаем, будет снят ряд вопросов.

**ММК – негативные результаты:**

- Выручка в первом полугодии выросла на 17% до 4,6 млрд долл. и на 9% до 2,4 млрд долл. – второй кварталу к первому. Основу роста, по-прежнему, обеспечивает высокая ценовая конъюнктура.
- Чистая прибыль за полугодие осталась на уровне года ранее, в то время как во втором квартале итоговый результат снизился к первым трем месяцам текущего. Данный факт был обусловлен весомым доходом от курсовых разниц в первом квартале.
- Долговая нагрузка Производителя за полугодие составила 4,1 млрд долл., что на 15% выше итога 2010 года. Отметим, что выросла короткая часть долга с 30% до 40%. Операционный денежный поток, сохранившийся на прежнем уровне, в размере 351 млн долл. и «подушка ликвидности» в размере 409 млн долл. смогут профинансировать чуть больше половины короткого долга. Метрика Debt/EBITDA, по нашим оценкам, находится у отметки 3,5х.

**Северсталь – позитивно:**

- За полугодие выручка выросла на 27,1% и составила 8,110 млн долл. В сопоставлении квартал к кварталу, в нынешнем году рост был более медленным – «+18%».
- Чистая прибыль за 6 месяцев составила 1,122 млрд долл. против убытка годом ранее, в размере 593 млн долл. Во втором квартале была зафиксирована чистая прибыль в 642,4 млн долл., что было на 13% выше итога первых трех месяцев.
- Долговая нагрузка у Северстали на конец полугодия составила 6,1 млрд долл., что было даже чуть ниже 2010 года – 6,2 млрд долл. На фоне значительно возросшего операционного денежного потока с 132 млн долл. в первом полугодии 2010 года до 714,8 млн долл. в отчетном полугодии и преимущественно долгосрочного долгового портфеля риски рефинансирования смотрятся умеренно. Debt/EBITDA, по нашим оценкам, составила около 1,5х.

Игорь Голубев  
igolubev@nomos.ru

**НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР****Буровая компания Евразия («ВВ» Fitch) – нейтральная отчетность за второй квартал и первое полугодие 2011 года.**

Вчера Компании раскрыла итоги своей деятельности за первые шесть месяцев текущего года, которые мы оцениваем нейтрально. Среди ключевых моментов отчетности отметим: уверенный рост доходов, возросший, но комфортный уровень долговой нагрузки, некоторое снижение маржинальности, а также весомо увеличившийся объем капитальных расходов. Значительным фактором, добавляющим баллов кредитному профилю БК Евразия, является традиционно высокий запас ликвидности.

Финансовые результаты Eurasia Drilling Company Limited (US GAAP)						
млн долл.	2009	2010	%	пол. 2010	пол. 2011	%
<b>Основные финансовые показатели</b>						
Выручка	1382,2	1812,2	31,1%	862,0	1265,3	46,8%
Операционная прибыль	214,2	294,0	37,3%	145,0	170,1	17,3%
ЕБИТДА	319,8	435,8	36,3%	206,3	267,0	29,4%
Операц. ден.поток	409,5	322,6	-21,2%	109,6	125,0	14,1%
Чистая прибыль	165,5	207,4	25,3%	104,8	150,6	43,7%
% расходы	13,5	15,1	11,8%	7,6	21,1	177,0%
Operation margin	15,5%	16,2%	1%	16,8%	13,4%	-3%
ЕБИТДА margin	23,1%	24,1%	1%	23,9%	21,1%	-3%
Net profit margin	12,0%	11,4%	-1%	12,2%	11,9%	-0,3%
<b>Основные балансовые показатели</b>						
Активы	1523,4	1954,1	28,3%	2765,8		42%
Внеоборотные активы	728,6	877,0	20,4%	1515,8		73%
Основные средства	684,2	765,2	11,8%	1246,8		63%
Денежные средства	433,7	629,5	45,1%	533,6		-15%
Финансовый долг	182,2	403,9	121,7%	898,5		122%
краткосрочный	31,8	117,6	269,7%	270,6		130%
долгосрочный	150,4	286,4	90,4%	627,9		119%
Чистый долг	-251,5	-225,5	-10,3%	364,9		-262%
<b>Показатели покрытия долга</b>						
Debt/ЕБИТДА	0,57	0,93	0,36	2,06		1,13
Net debt/ЕБИТДА	отриц.	отриц.	-	0,84		-
ЕБИТДА/%	23,65	28,82	5,17	20,62		-8,19
Debt/Assets	0,12	0,21	0,09	0,32		0,12

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС-БАНКа

За отчетный год объем работ бурения составил 2,3 млн метров, что стало на 18% выше результатов годом ранее. Довольно весомым вкладом в рост операционных результатов стала сделка по покупке активов сервисной компании Schlumberger, которая позволила увеличить добычу на 8%. Отметим, что за полугодие Евразия несколько снизила зависимость от ЛУКОЙЛа, объем работ с которым сократился с 60% в прошлом году до 54% за полугодие текущего года. Вместе с тем, Компания нарастила объем работ с Роснефтью, доля которой в продажах составила 20% (11% за а.п.п.г.). В итоге, ЛУКОЙЛ, ТНК-ВР, Роснефть, Газпром нефть обеспечивают 56% выручки. Также стоит отметить, что Буровая компания несколько нарастила в нынешнем году рыночную долю на 25% (24% - '10 г.) и, по-прежнему, сохраняет свой прогноз роста на этот год на уровне 17%.

Консолидированная выручка Группы за полугодие составила 1,2 млрд долл., что было практически на половину выше результатов годом ранее. В то же время, показатели прибыльности росли значительно более медленными темпами. Так, операционная прибыль показала динамику в 17%, а ЕБИТДА – 29%. Такое развитие событий было обусловлено, как мы поняли, привлечением к работам третьих сторон. В итоге, ЕБИТДА margin составила 21,1% против 23,9% в первом полугодии 2010 года. Операционный денежный поток – 170,1 млн долл., что было выше на 17% итога годом ранее. Как мы отметили выше, в отчетном полугодии был зафиксирован довольно весомый рост инвестиционных расходов – с 84 млн долл. в 2010 году до 728,8 млн долл. за полугодие. Основной этому стала сделка по покупке ряда активов Schlumberge, а также буровой установки у компании Transocean. Большая часть данных инвестиций была профинансирована за счет заемных источников. В итоге, долговой портфель вырос, в том числе за счет размещения дебютного выпуска облигаций на 5 млрд руб., более чем в два раза – до 898,5 млн долл. Соотношение Debt/ЕБИТДА увеличилось с 0,93х на конец 2010 года до 2,06х. В значительной степени смягчает ситуацию факт наличия весомого резерва ликвидности – 533,7 млн долл., покрывающий с запасом короткие обязательства. Отметим, что в перспективе у Евразии должна состояться сделка по покупке активов эмптивной компании Славнефти за 150 млн долл., о чем в феврале было заключено соглашение. Исходя из этого, мы можем увидеть незначительный рост долга, однако сделка при текущей денежной позиции может быть профинансирована и за счет собственных источников.

Бумаги Компании, вышедшие на вторичный рынок в начале августа, сделали пике с 101,3% до 100,57% по последним сделкам и сейчас торгуются с доходностью в 8,42% к оферте 2016 года. Однако даже столь значительная переоценка, на фоне спреда к более коротким выпускам Газпром нефти (S&P «BBB-») серии 09 (УТМ 8,14%, 02.2016) и 08 (УТР 8,04%, 02.2016) в 30–50 б.п., говорит не в пользу бумаг Евразии и не делает их привлекательными. В случае сохранения волатильной конъюнктуры мы видим основания для последующей отрицательной переоценки в бумагах Эмитента.

Игорь Голубев  
igolubev@nomos.ru

## ТЕЛЕКОМЫ И МЕДИА

- Замминистра связи РФ Наум Мардер заявил, что Минкомсвязи одобряет предложение «Союза LTE» (входят МТС, «Мегафон», «ВымпелКом» и «Ростелеком») разделить частоты для связи четвертого поколения (4G) на четыре лота, поскольку это «инженерная концепция». И даже при таком раскладе в двух предусмотренных для LTE диапазонах (791–862 МГц и 2,5–2,7 ГГц) на каждого оператора придется меньше чем по 30 МГц, минимально необходимых для эффективной работы сети 4G. Поэтому после расчистки частот четырем победителям добавят еще по 10 МГц из диапазона 698–790 МГц. Заседание Госкомиссии по радиочастотам (ГКРЧ), на котором решится судьба LTE в России, назначено на 8 сентября 2011 года. В проекте решения сказано: в России будут построены четыре двухдиапазонные сети LTE. Частоты в нижнем диапазоне, 791–862 МГц (по 7,5 МГц на оператора), помогут операторам охватить территории с низкой плотностью населения, а в верхнем, 2,5–2,7 ГГц (по 10 МГц), – обеспечить необходимую емкость для густонаселенных городов. Вопрос о строительстве LTE-сетей в диапазонах, где сейчас работают GSM-сети, – 900 и 1800 МГц – ГКРЧ планирует отложить до 2012 года. /Ведомости/

## РИТЭЙЛ

### Отчетность X5 за 1 полугодие 2011 года – нейтрально для котировок бумаг Компании.

Вчера следом за «Магнитом» финансовые итоги своей полугодовой деятельности по МСФО представила сеть X5, которая также показала снижение рентабельности бизнеса при еще сохраняющейся высокой долговой нагрузке. По динамике выручки в 1 полугодии 2011 года относительно аналогичного периода 2010 года X5 вновь не удалось превзойти «Магнит» («+51,8%» против «+58,7%» соответственно) – рост был главным образом продиктован интеграцией магазинов «Копейка» (порядка 650 магазинов), а также хорошими результатами продаж дискаунтеров «Пятерочка» и супермаркетов «Перекресток» (рост LFL X5 составил 11% против 13,13% у «Магнита»). Причем прирост чистых розничных продаж составил 27%, а вклад приобретенных магазинов «Копейка» – 17%. В то же время X5 за 1 полугодие 2011 года удалось открыть 214 новых магазинов (из них только 1 гипермаркет и 24 магазина приобретенной за 510 млн руб. сети «Народный») из 540, запланированных на этот год, а также провести ребрендинг 316 магазинов «Копейка», что укладывается в планы менеджмента Компании по интеграции приобретенной сети до конца 2011 года. Общее количество магазинов X5 возросло до 2,683 тыс. при этом торговая площадь составила 1,604 млн кв. м. («+49%» к 2010 году). Для сравнения, «Магнит» за отчетный период показал более активное открытие магазинов – 405, из которых 15 гипермаркетов, причем общее количество магазинов в сети достигло 4,460 тыс., а общая торговая площадь составила 1,613 млн кв. м.

Финансовые результаты X5 и Магнита в 2010-2011 годы (МСФО)								
млн долл.	Магнит				X5			
	2010	1 пол.2011	1 пол.2010	1 пол.2011 / 1 пол.2010	2010	1 пол.2011	1 пол.2010	1 пол.2011 / 1 пол.2010
<b>Основные финансовые показатели</b>								
Чистая выручка	7 777,4	5 470,7	3 447,7	58,7%	11 280,5	7 866,8	5 183,6	51,8%
ЕБИТДА	631,6	359,0	251,8	42,6%	843,6	566,0	398,8	41,9%
Чистая прибыль	333,7	140,4	131,2	7,0%	271,2	170,3	103,8	64,1%
% расходы	35,1	51,3	12,5	311,3%	133,2	155,2	66,5	133,5%
	2010	1 пол.2011	1 пол.2010	1 пол.2011 / 2010	2010	1 пол.2011	1 пол.2010	1 пол.2011 / 2010
Активы	3 689,0	4 789,1	-	29,8%	8 757,0	9 181,8	-	4,9%
Денежные средства и их эквиваленты	132,6	75,8	-	-42,9%	270,8	151,5	-	-44,0%
Долг	1 007,1	1 689,1	-	67,7%	3 684,8	4 098,5	-	11,2%
краткосрочный	196,8	444,9	-	126,0%	508,0	634,8	-	25,0%
долгосрочный	810,3	1 244,2	-	53,6%	3 176,8	3 463,7	-	9,0%
Чистый долг	874,5	1 613,4	-	84,5%	3 414,0	3 947,0	-	15,6%
<b>Показатели эффективности и покрытия долга</b>								
Рентабельность ЕБИТДА	8,12%	6,56%	7,30%	-0,74 п.п.	7,5%	7,2%	7,7%	-0,5 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	4,29%	2,57%	3,81%	-1,24 п.п.	2,4%	2,2%	2,0%	0,2 п.п.
Долг/ЕБИТДА	1,59	2,29	-	-	4,37	4,05	-	-
Чистый долг/ЕБИТДА	1,38	2,18	-	-	4,05	3,91	-	-
ЕБИТДА/% расходы	17,99	6,99	20,17	-	6,33	3,65	6,00	-

Источник: данные компаний, расчеты НОМОС-БАНКА

Вместе с тем, на фоне более агрессивного развития «Магнит» уступил X5 по маржинальности бизнеса. Так, рентабельность ЕБИТДА X5 составила 7,2% против 6,56% у «Магнита». Давление на прибыльность X5, наряду с возросшими расходами по социальному налогу в отчетном периоде, по-прежнему оказывают издержки, связанные с интеграцией сети «Копейка» (перезапускаются магазины, проходят распродажи товарных остатков и пр.). В результате, ЕБИТДА margin у X5 снизилась за год на 0,5 п.п. до 7,2%.

Что касается долговой нагрузки X5 по итогам 1 полугодия 2011 года, то она по-прежнему остается достаточно высокой: соотношение Долг/ЕБИТДА составило порядка 4,1х (против 4,4х в 2010 году), а Чистый долг/ЕБИТДА – 3,9х (4,1х). Для сравнения, у «Магнита» долговая нагрузка хоть и возросла в отчетном периоде, но находилась на более комфортном уровне: Долг/ЕБИТДА – 2,3х и Чистый долг/ЕБИТДА – 2,2х. В свою очередь, менеджмент X5 ожидает снижения уровня долга по итогам 2011 года до значения около 3х (Чистый долг/ЕБИТДА), что, на наш взгляд, с учетом заявленной на этот год инвестпрограммы порядка 1,2 млрд долл., из которых было задействовано на конец июня только 232 млн долл., выглядит весьма оптимистично. Отдельно отметим, заметно возросшие в январе–июне 2011 года относительно аналогичного периода 2010 года процентные расходы Компании (в 2,3 раза до 155,2 млн долл.) уже с учетом долга «Копейки». В то же время по итогам 1 полугодия 2011 года у X5 сохранилась довольно комфортная временная структура долга – на кредиты и займы с погашением через 1 год приходится около 15,5% (или 635 млн долл.) всего долга, которые вполне могут быть рефинансированы за счет невыбранных кредитных линий на сумму около 2 млрд долл.

Облигации X5 являются в настоящее время низко ликвидными и, на наш взгляд, на текущих уровнях не представляют особого интереса для инвесторов. В то же время биржевые облигации «Копейки» продолжают нести неплохую премию к выпускам X5 и «Магнита» (более 80 б.п.), в частности серии БО-2 (YTM 9,26%/1,92 года), но ограниченная ликвидность вновь может затруднить торговые операции.

Александр Полютов  
polyutov\_av@nomos.ru

26 августа 2011 года

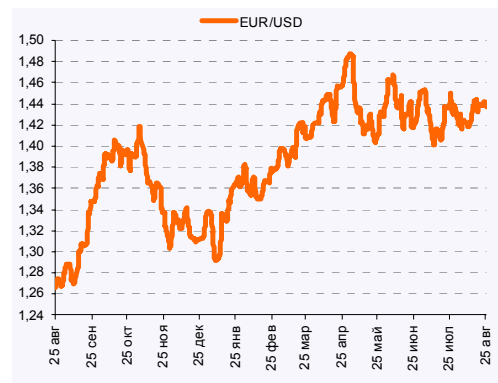
## Денежный рынок

Уже третий день подряд торги на международном валютном рынке проходят по одному и тому же сценарию. В рамках азиатской сессии можно наблюдать относительно ровное колебание пары EUR/USD в рамках диапазона 1,439–1,442х. Решительность в действиях участников начала прослеживаться с приходом европейских инвесторов, что привело к укреплению евро до уровня 1,447х. Столь сильный рост не мог пройти незамеченным спекулянтами, внимательно наблюдающими за поведением рынка и начинающими интенсивные действия в случае резких перемен. Итогом их вмешательства стало значение пары EUR/USD 1,441х, которая, не найдя поддержки, вернулась к привычному для последнего времени уровню 1,4421х. За час до открытия американских бирж были опубликованы данные о росте количества обращений за пособием по безработице до 417 тыс. Напомним, что неделей ранее была также зафиксирована довольно негативная цифра 412 тыс. (пересмотренное значение). Таким образом, еще до прихода на рынок американских инвесторов на валютном рынке уже сложилась довольно неблагоприятная ситуация. Волна распродаж евро, последовавшая за осмыслением ситуации, целью которой стала покупка долларов для перехода в UST, снизила пару EUR/USD до 1,432х. К концу торгов ее значение составило 1,437х. В то же время, в начале нового дня соотношение между европейской и американской валютами было восстановлено на уровне 1,441х. Ориентиром на ближайшее время для валютного рынка станут два события сегодняшнего дня: первое – публикация предварительных данных по ВВП США за 2 квартал, второе – выступление главы ФРС. Безусловно, основные ожидания инвесторов связаны с возможным объявлением программы количественного смягчения, а в случае выхода слабых показателей ВВП – это будет вполне оправданным. С нашей точки зрения, это не лучший способ стимулировать экономику, эффектом которого может стать лишь рост инфляции. Случайностью или совпадением явилось снижение стоимости золота накануне решающей даты, которое потеряло в стоимости порядка 150 долл.? Как известно, «желтый металл» является механизмом защиты от инфляции, рост которой, по всей видимости, либо престал пугать инвесторов, либо они перестали верить в то, что QE3 будет запущена. Вместе с тем, экономика США в текущий момент не готова без дополнительных симуляций демонстрировать уверенный рост, однако форм мотивации остается все меньше и меньше.

Локальный валютный рынок, как и международный, выглядит без особых инициатив. Курс доллара в первой половине дня находился у отметки 28,90 руб., отклоняясь от него на 2–3 коп., во второй половине сессии произошло небольшое укрепление рубля, что снизило стоимость «американца» до 28,84 руб. Трансформация экспортными налоговыми выплатами для комфортного прохождения налоговых выплат по-прежнему остается хорошим стимулом для укрепления национальной валюты. Кроме того, конъюнктура на сырьевых площадках продолжает сохраняться довольно комфортной: стоимость нефти марки Brent удерживается на уровне 110 долл. за барр. Подводя итог, можно сказать, что у рубля есть шансы оставить за собой текущие позиции и после окончания налогового

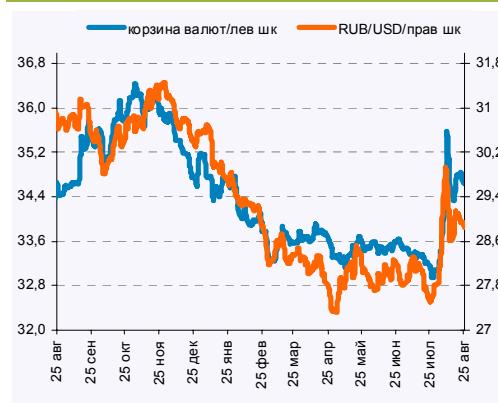
Алексей Егоров  
egorov\_avi@nomos.ru

Динамика EUR/USD, "10 - "11



Источник: Bloomberg

Динамика валютного курса, "10 - "11



Источник: Bloomberg

периода.

Ликвидность банковской системы за вчерашний день сжалась почти на 21% от всего своего объема. Сумма остатков на счетах в ЦБ снизилась на 226 млрд руб до 854,9 млрд руб. На этом фоне стоимость ресурсов на МБК достигла уровня 4,07%. Однако стоит помнить о том, что в понедельник кредитным организациям еще предстоит перечислить в бюджет НДС, что, скорее всего, еще больше усилит потребность в ресурсах. В свою очередь, это будет поводом не только для роста ставок РЕПО и МБК, но и повысит спрос на рубль на внутреннем валютном рынке.

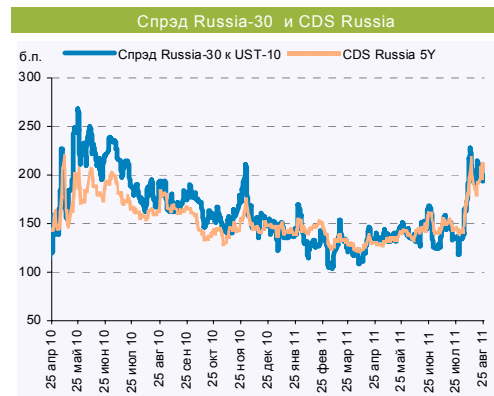
## Долговые рынки

На **глобальных площадках** вчерашний день был довольно пессимистичен. Складывается впечатление, что ожидания участников рынка трансформировались в ту фазу, когда по мере столь долгожданного события, а в данном случае «знаковым», безусловно, является уже неоднократно упоминающееся сегодняшнее выступление Б. Бернанке, происходит переоценка взглядов. В частности, если еще в начале недели преобладала уверенность участников рынка в том, что глава FOMC «намекнет» на предстоящие действия регулятора, направленные на поддержание дешевой рыночной ликвидности, то вчера оптимизма по этому поводу было ощутимо меньше. Не исключено, что преобладающая масса игроков предпочла действовать на опережение, то есть «обезопасить» себя, если результат будет иным и рынки не получат той поддержки, которую так ждут. На фоне этого сформировался довольно уверенный sell-off в рискованных активах. Снижение индексов на фондовых площадках в Европе составило по итогам дня 1,4% – 1,7%. Отрицательная переоценка по индексам в США была вчера от 1,51% до 1,98%. Свою негативную лепту в итоговый результат внес и недельный отчет по безработице в США, отразивший не только большее, чем ожидалось, количество новых и действующих заявок на пособие, но и пересмотр в худшую сторону данных за прошлую неделю. В Европе вчера обошлось без значимых макроданных, однако, в целом, ситуация сохраняется довольно неоднозначной в части требований к премиям за риски. Так, за последние дни заметно возросли доходности гособязательств стран PIIGS, и вчера приоритеты оставались вовсе не в их пользу. Востребованными остаются госбумаги Германии и, конечно же, американские казначейские обязательства. В четверг покупки UST снова стали актуальны, что весьма благоприятно отразилось не только в форме снижения доходностей – по UST-10, например, на 7 б.п. до 2,23% годовых, – но и в виде спроса на новое предложение. Вчерашнее размещение 7-летних treasuries на 29 млрд долл. проходило в условиях повышенного интереса инвесторов: bid/cover был на уровне 2,76 против 2,63 на предыдущем июльском аукционе. При этом покупателей не смущала доходность на уровне всего 1,58% годовых, тогда как месяц назад было на 0,7% выше – 2,28%, доля покупателей-нерезидентов возросла до 51,7% с 39,6%.

Сегодня предварять выступление Б. Бернанке в «Джексон Холле» будет публикация актуализированных данных по ВВП США за второй квартал текущего года, что также создает дополнительное напряжение, поскольку пересмотр показателей – это, как показывает практика, стало очень распространенным явлением для американских органов гостатистики. Также будет опубликован прогнозный августовский индекс потребительского доверия Мичигана, но внимание к нему вряд ли будет высоким. В Европе сегодня без ключевых отчетов, что только повышает общую концентрацию вокруг информации из США.

В сегменте **российских еврооблигаций** торги проходили «с оглядкой» на западные площадки. Утренние инициативы роста не нашли поддержки. Так, Russia-30, начав торги котировками на уровне 118,875% и установив

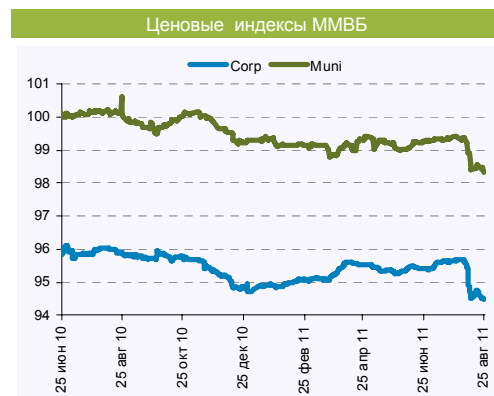
Ольга Ефремова  
efremova\_ov@nomos.ru



Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg



Источник: ММВБ

26 августа 2011 года

максимум дня в районе 119%, затем подешевела к закрытию до 118,75%. Отметим, что продажи суверенного бонда не носили агрессивного характера, скорее, участники рынка таким образом старались отыграть переход доходностей UST на иные уровни с тем, чтобы российский суверенный спрэд остался в районе 200 б.п. Вероятно, при текущей нестабильности в сырьевом сегменте он воспринимается как достаточно комфортный.

В негосударственном секторе не было общей ценовой динамики. В частности, находящимся в центре продаж в среду бумагам, а именно: длинным выпускам Газпрома и ВымпелКома, удалось отчасти восстановить котировки. Также покупки были зафиксированы в бумагах ВТБ, Евраза, Северстали и Металлоинвеста. В среднем положительная переоценка была в пределах 25–50 б.п.

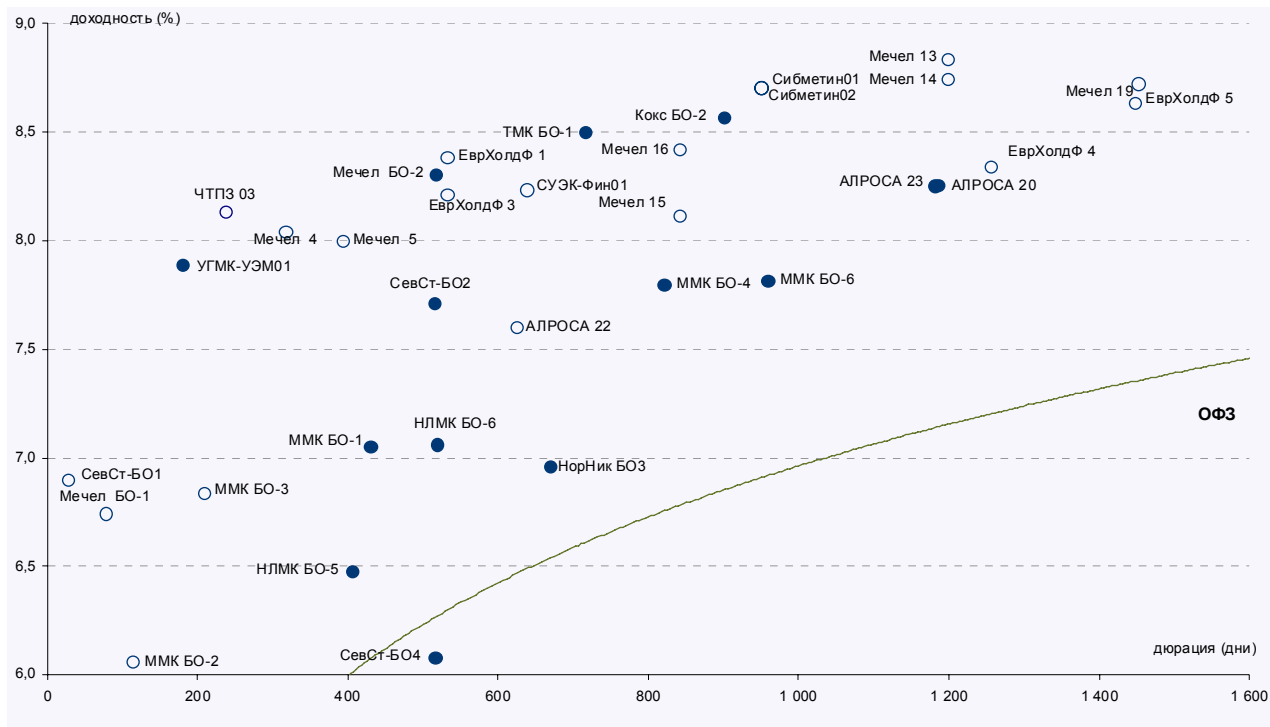
На наш взгляд, нелогично сегодня ожидать от участников какой-то выразительной динамики торгов до появления новостей из США. Таким образом, более-менее заметные движения на рынке возможны не ранее, чем после американской статистики по ВВП, направление которых определит содержание отчета.

В **рублевом сегменте** вчера торговая активность находилась под «прессингом» общей слабой предсказуемости дальнейшего развития событий. Покупателей практически не наблюдалось, что оправдывают проходившие вчера налоговые расчеты. При этом эффект, который они оказали на денежный рынок, как мы полагаем, будет довлеть над рынком сегодня, а вкупе с еще одним раундом – в понедельник платежи по налогу на прибыль – конъюнктура будет сохраняться довольно напряженной. Абсорбированная налогами ликвидность вряд ли сможет восстановиться очень быстро, и на этом фоне очевиден рост ставок не только на МБК, но и по сделкам РЕПО.

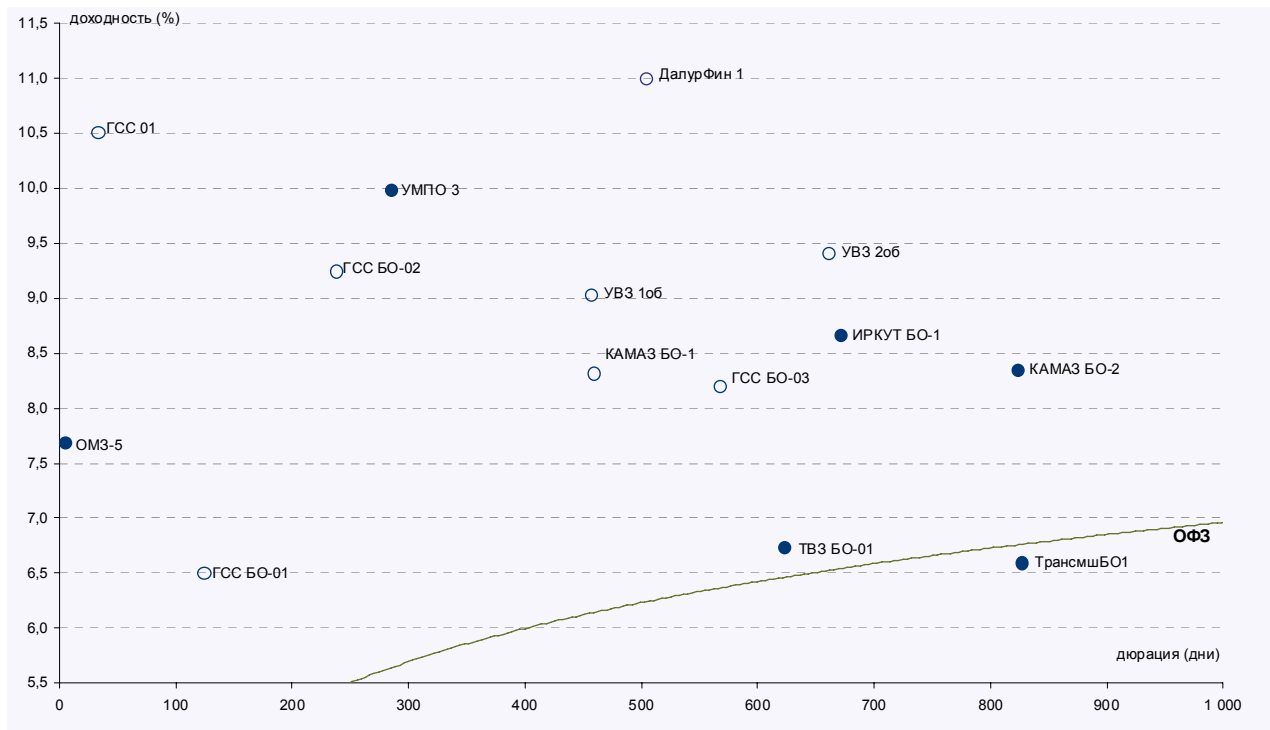
В целом, в ОФЗ вчера продолжилась фиксация, причем не только на длинной дюрации, но и по более коротким позициям, например по серии 25079. Снижение котировок составило от 10 до 40 б.п. Корпоративные выпуски также больше продавали, чем покупали, что отражает преобладание отрицательных переоценок по наиболее ликвидным выпускам.

Как мы уже отметили выше, опасения роста ставок в ближайшие дни могут усилить негативные настроения, однако «плюсом» при текущей ситуации является происходящее укрепление рубля, обусловленное потребностями в рублевой ликвидности. Однако очевидность временного характера подобного укрепления ограничивает общую привлекательность покупки рублевых активов.

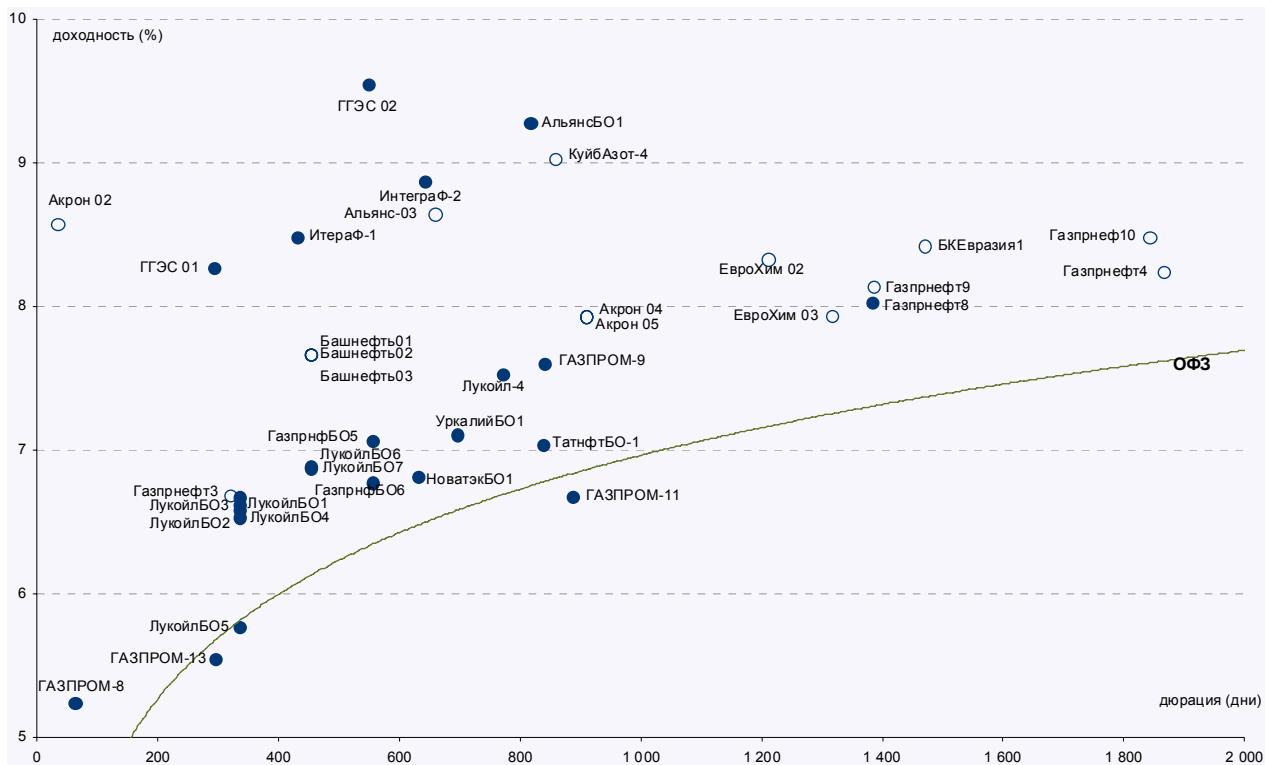
## Металлургия и добыча, металлообработка и металлосбыт



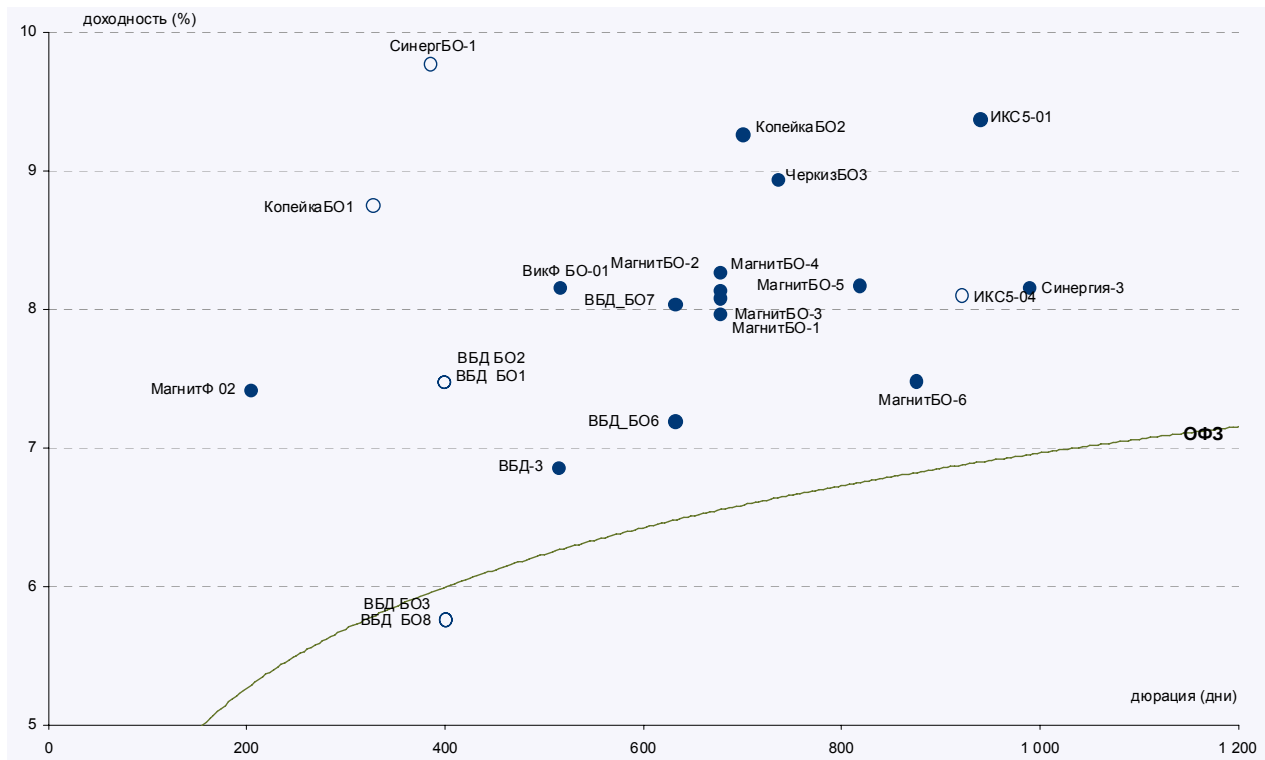
## Машиностроение



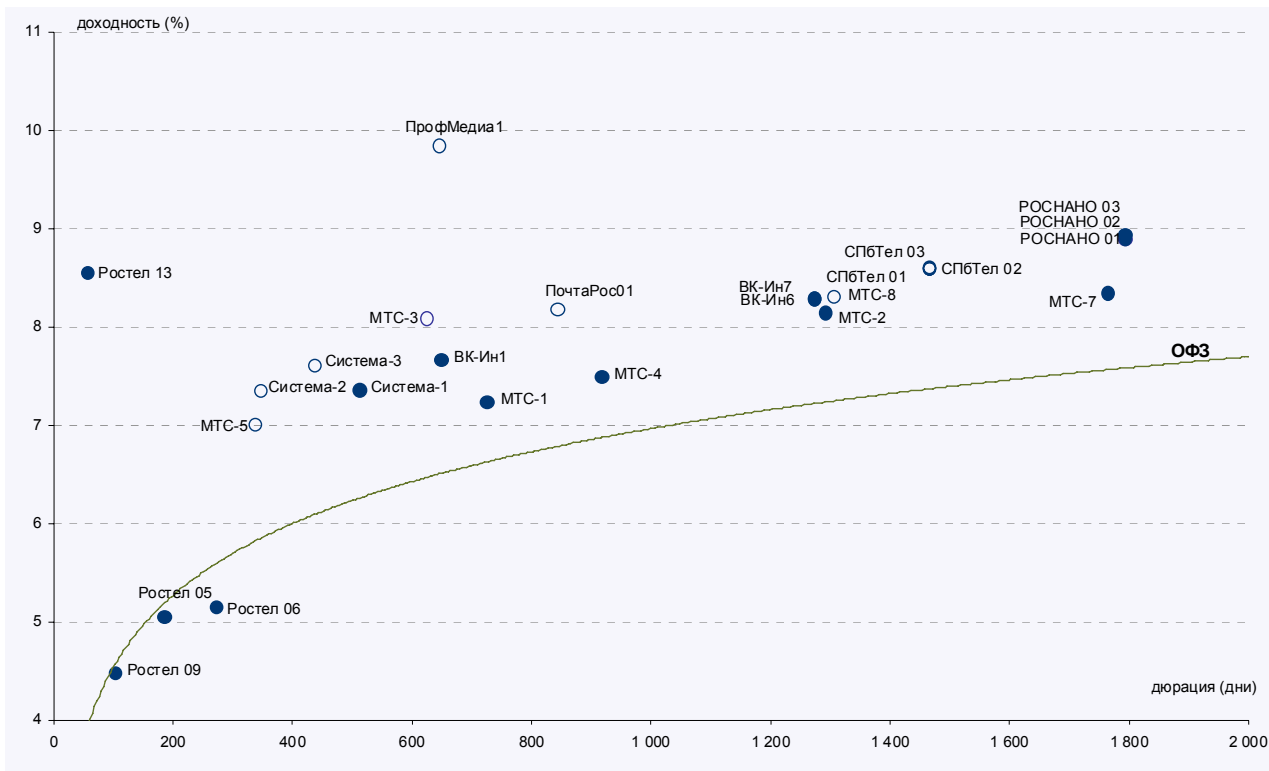
## Нефтегазовый сектор, Химия



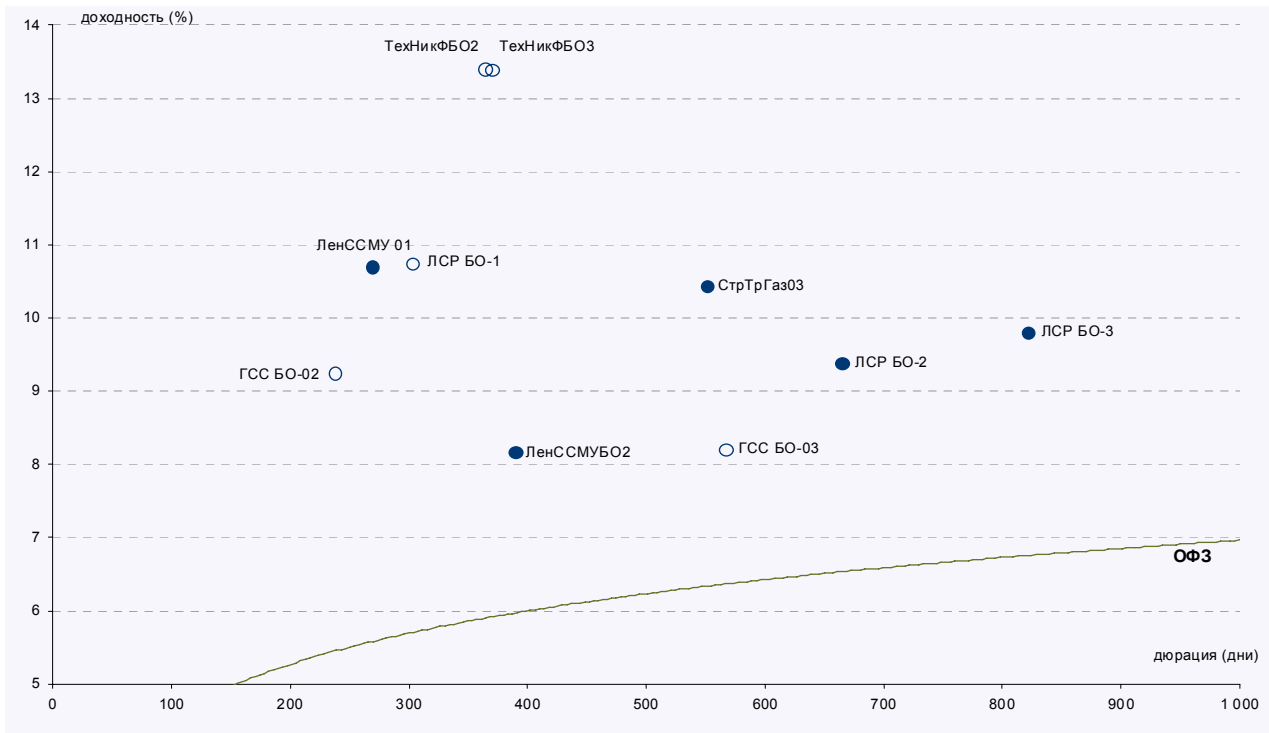
## Потребсектор и АПК, Ритейл



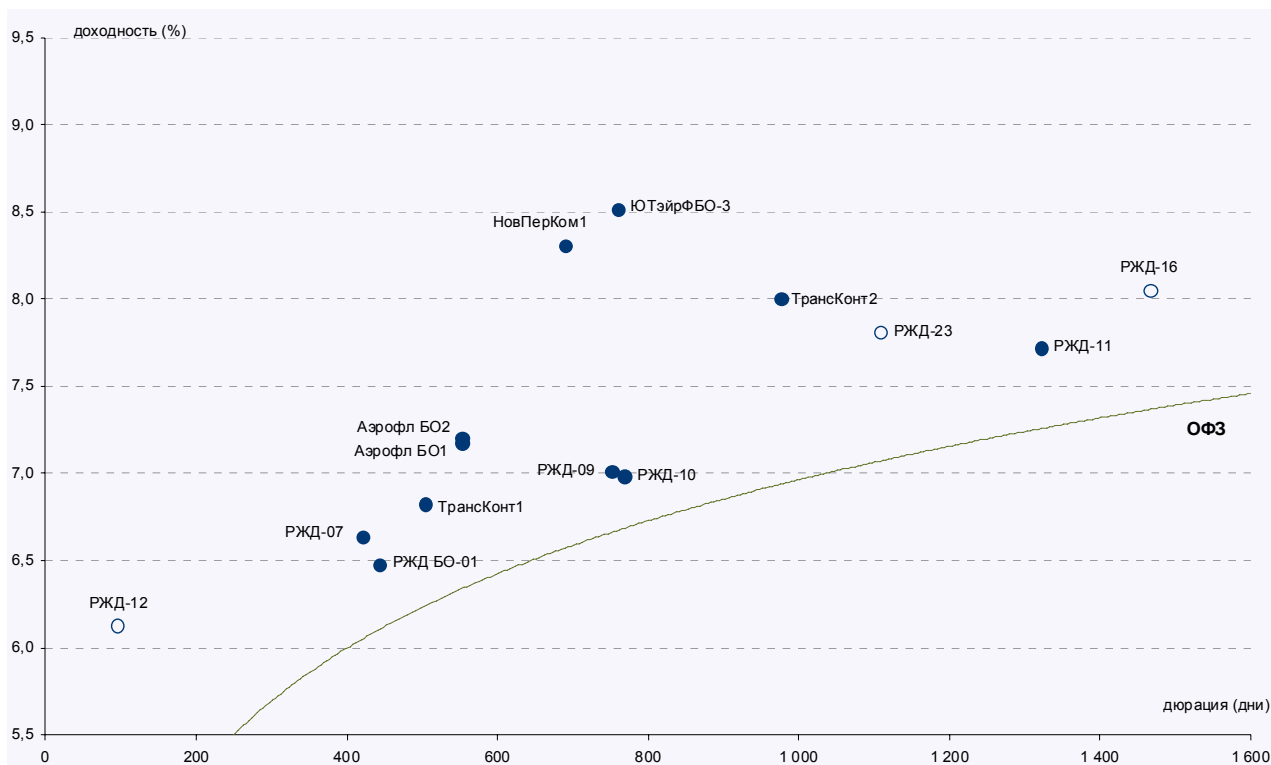
## Телекоммуникации, медиа и высокие технологии



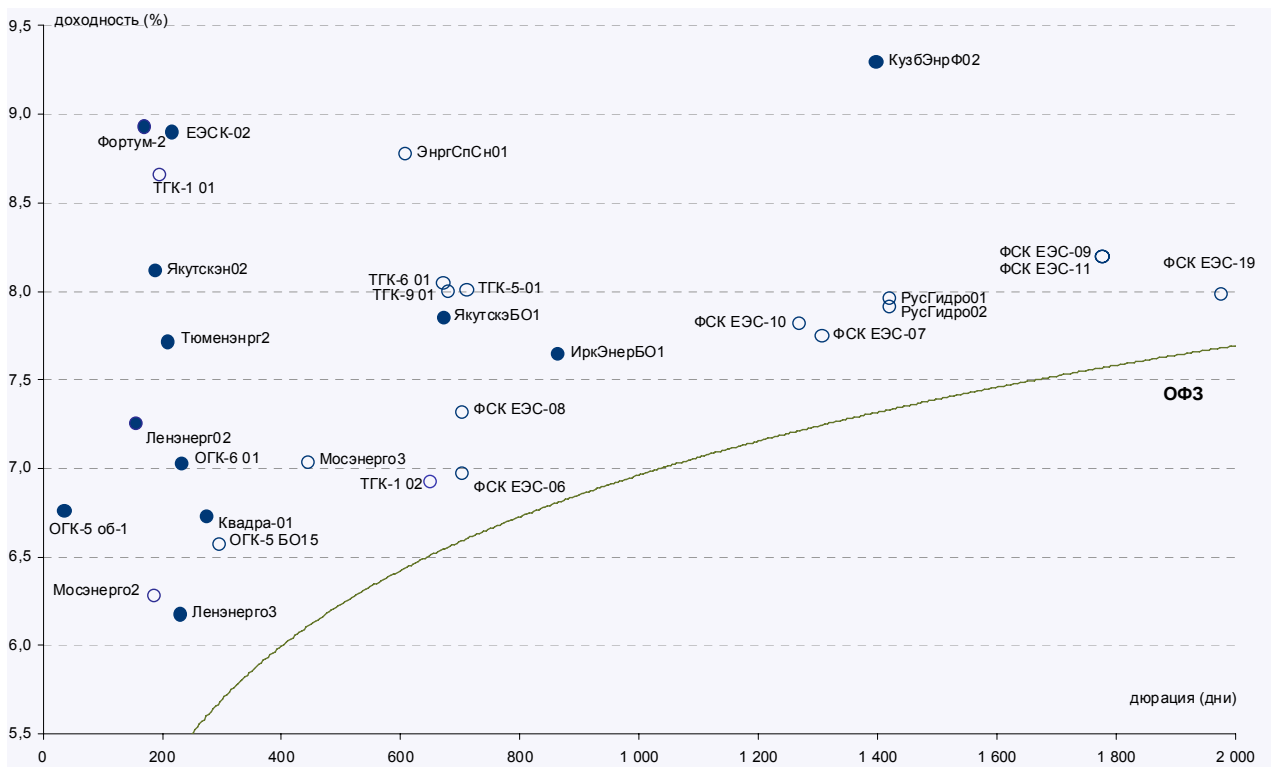
## Строительство, девелопмент и стройматериалы



## Транспорт

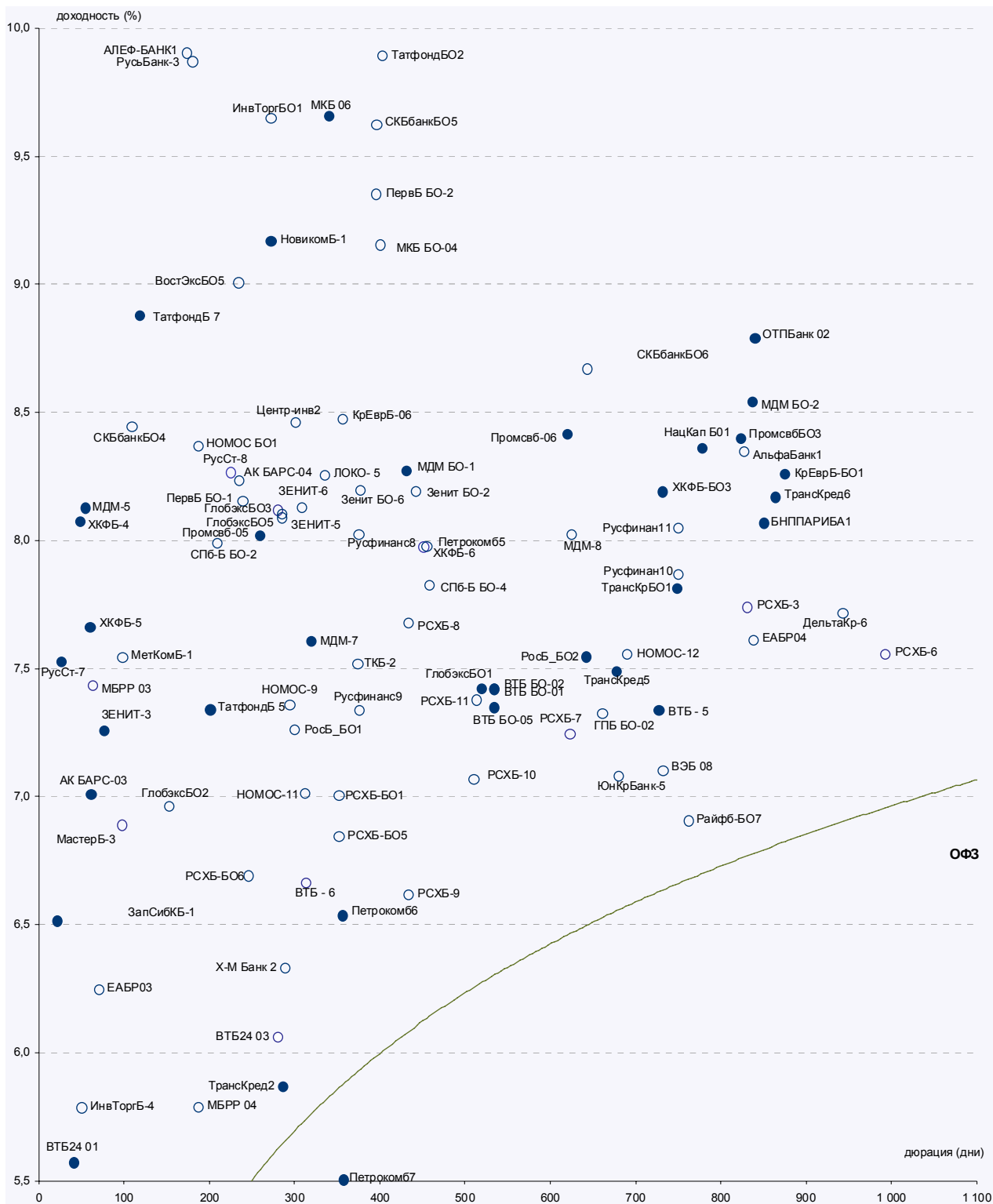


## Энергетика



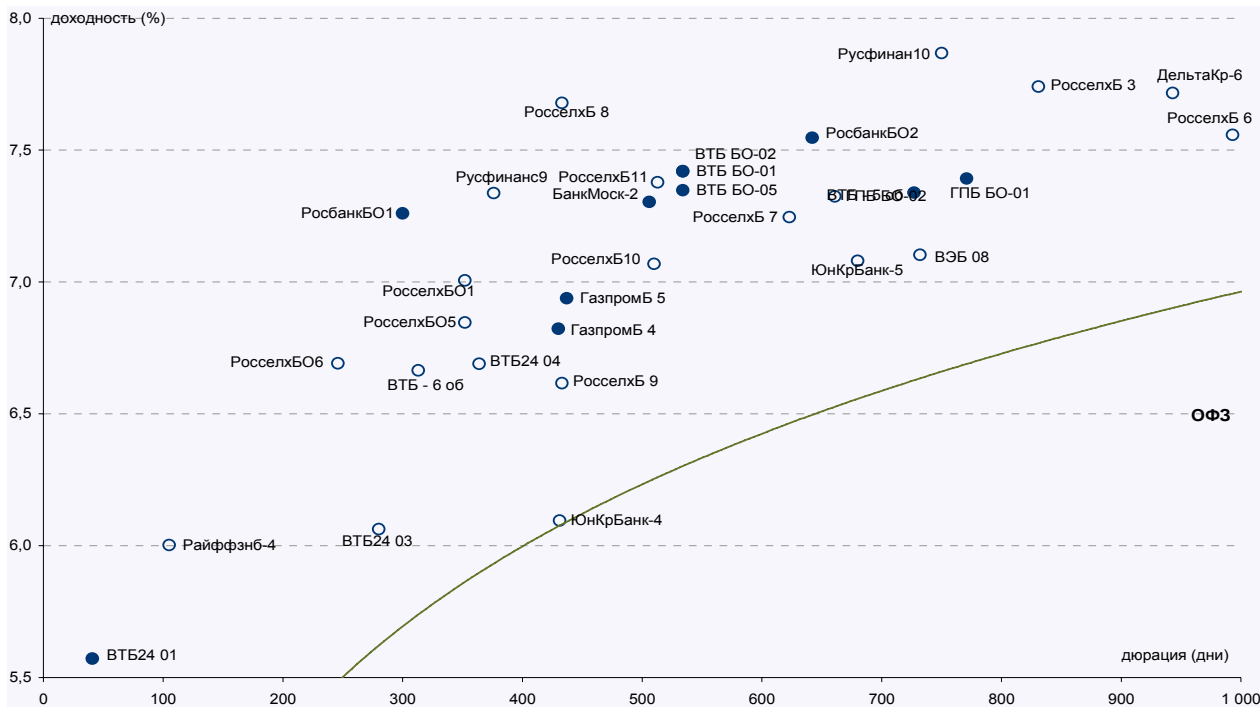
26 августа 2011 года

Финансовый сектор

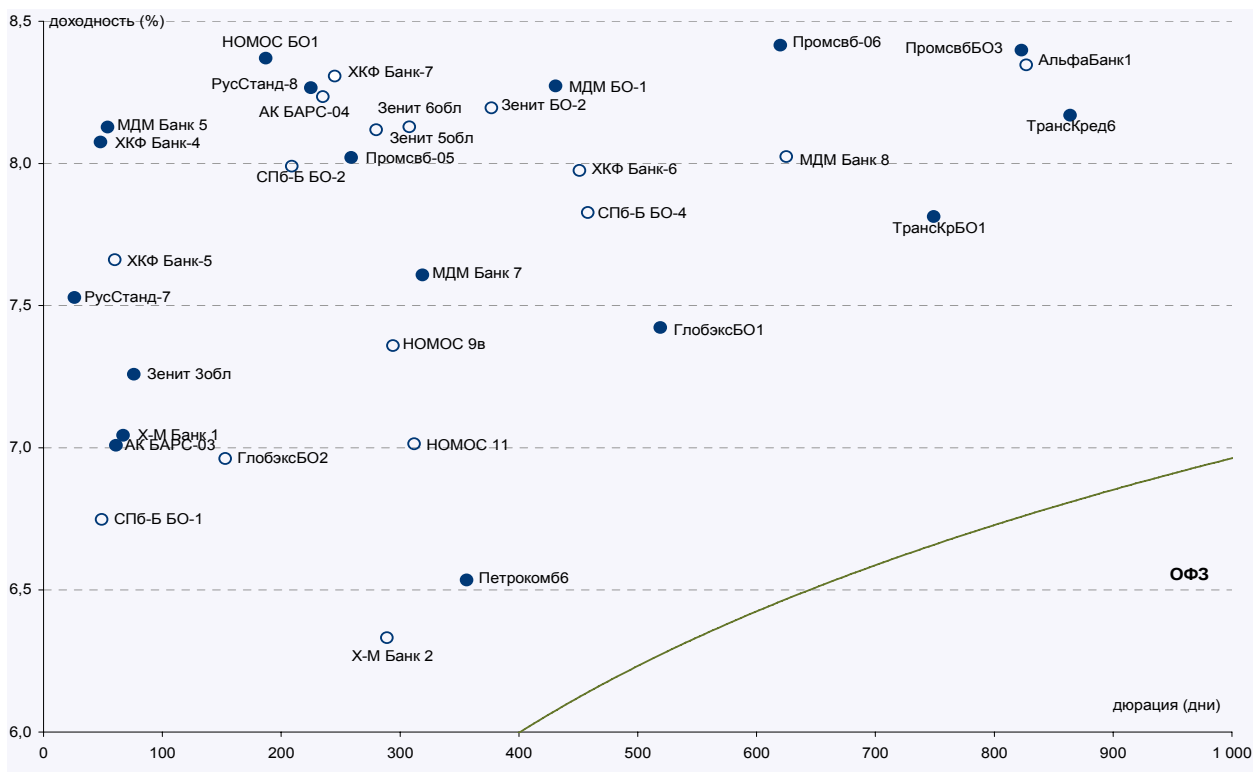


26 августа 2011 года

**Финансовые организации с международным рейтингом «BBB+» – «BBB-» / «Aa1» - «Aa3»**

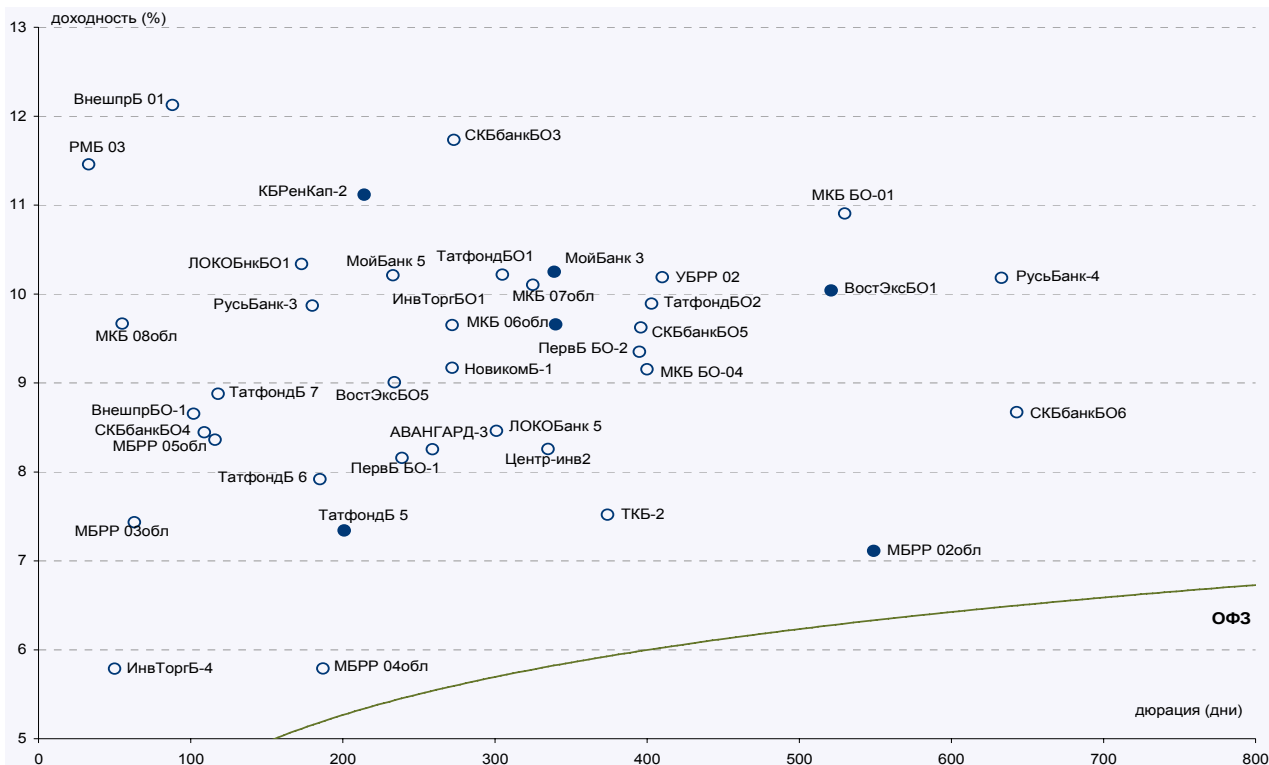


**Финансовые организации с международным рейтингом «BB+» - «BB-» / «Aa1» - «Aa3»**

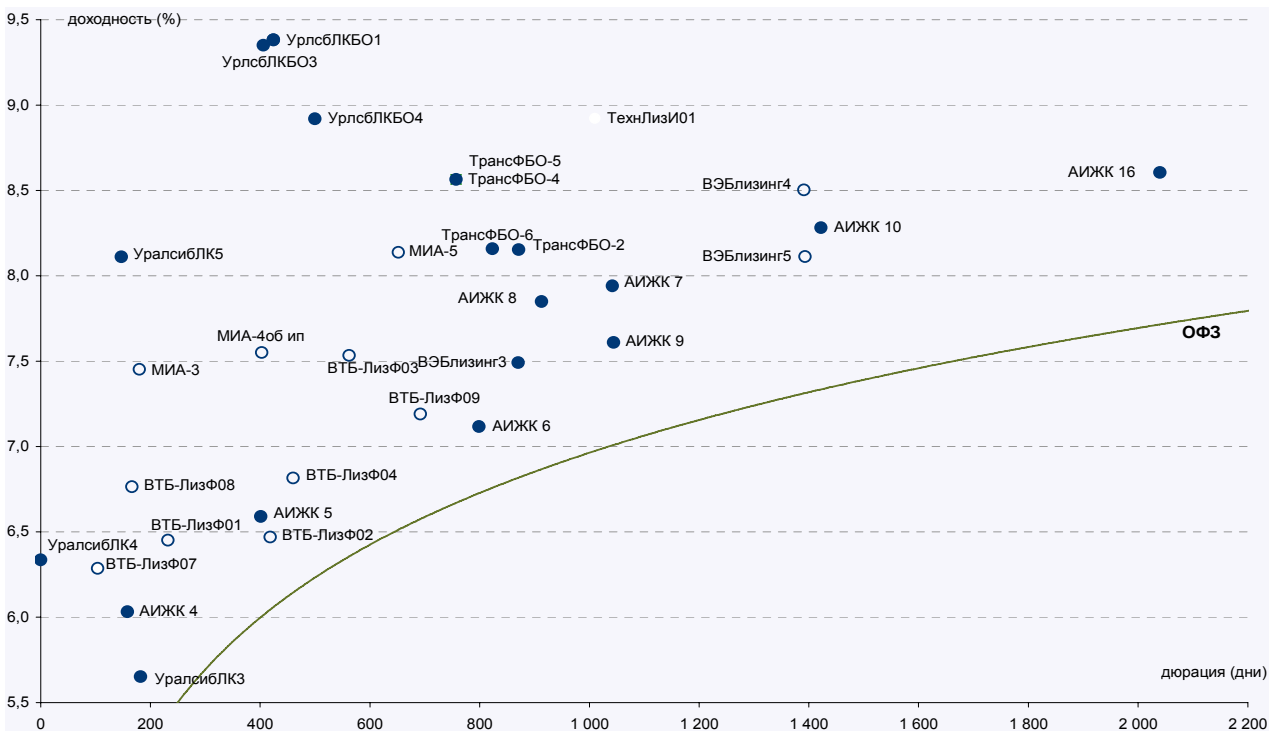


26 августа 2011 года

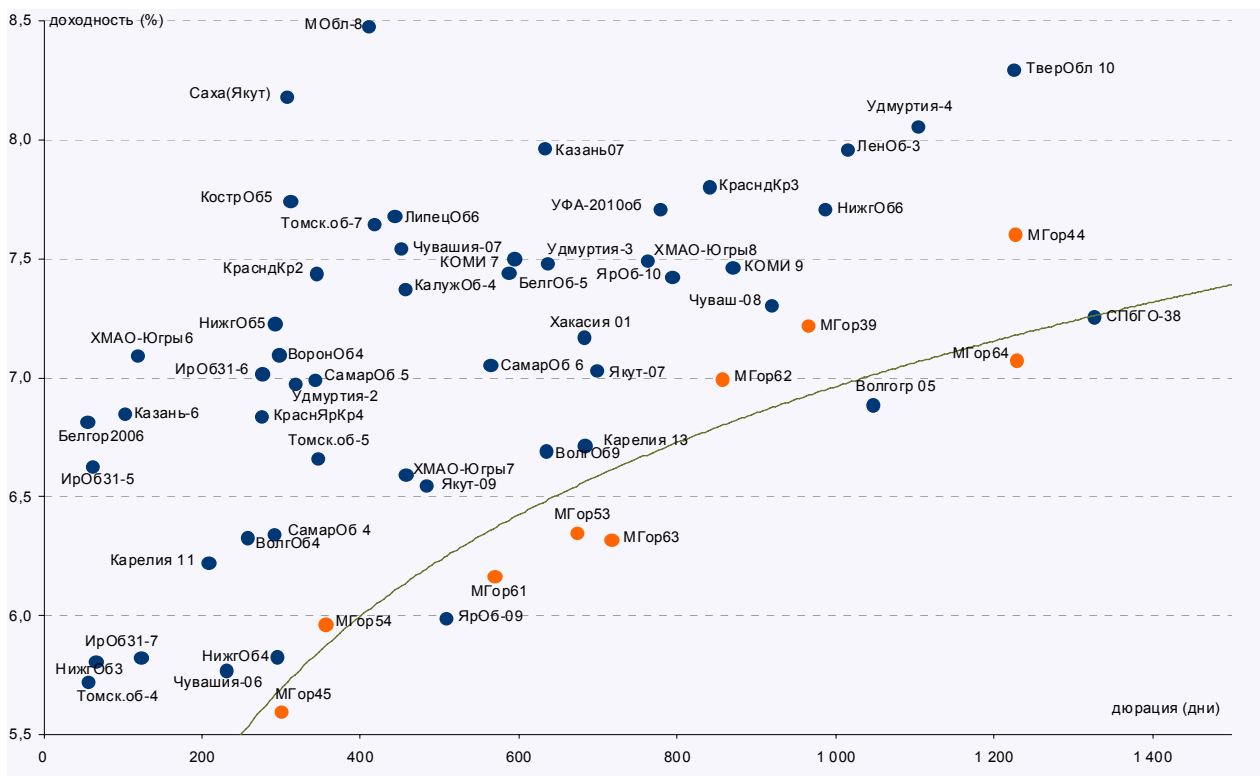
Финансовые организации с международным рейтингом «В+» - «В-» / «В1» - «В3»



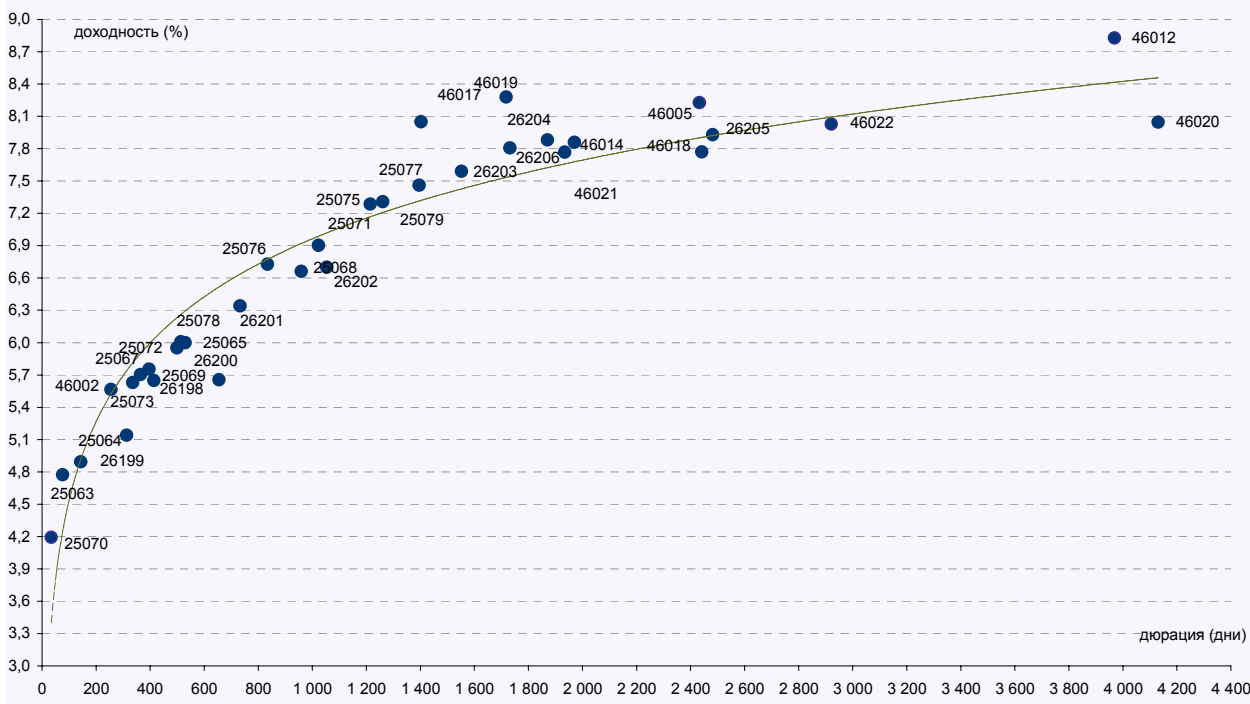
Лизинг и Ипотека



## Субфедеральный и суверенный долг



## Облигации федерального займа



# Контактная информация

<b>НОМОС-БАНК (ОАО)</b>	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5, (495) 797-32-48	
<b>Старший Вице-президент</b>	Пивков Роман / ext. 4120	pivkov_rv@nomos.ru
Департамент долговых инструментов		
<b>Директор департамента</b>	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
<b>Аналитика</b>		<b>research@nomos.ru</b>
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Нуждин Игорь / ext. 3578	nuzhdin_ia@nomos.ru
	Полюттов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
	Егоров Алексей / ext. 4426	egorov_avi@nomos.ru
<b>Управление организации долгового финансирования</b>		<b>ib@nomos.ru</b>
Начальник управления	Сарсон Анастасия / ext. 3575	sarson_ay@nomos.ru
Начальник отдела	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках		
<b>Директор департамента</b>	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_av@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
Начальник Управления продаж	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
Клиентский менеджер	Марюшкин Андрей / ext. 4597	maryushkin_aa@nomos.ru
Клиентский менеджер	Матросов Кирилл / ext. 4677	matrosov_ka@nomos.ru
Департамент брокерского обслуживания и управления активами		
Заместитель директора департамента	Матюшина Анна / ext. 4121	matyushina_ai@nomos.ru
Начальник отдела поддержки клиентов	Сотникова Евгения / ext. 4132	sotnikova_ea@nomos.ru

## Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКа и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация, изложенная в настоящем документе, имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем документе.

Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.