

Рынки и Эмитенты: факты и комментарии

27 мая 2011 года

Новость дня

По оценке Минэкономразвития России, рост ВВП с исключением сезонного фактора в апреле 2011 года составил 0,1% по сравнению с мартом текущего года. В апреле прирост ВВП к соответствующему периоду прошлого года составил 3,3%. За четыре месяца 2011 года ВВП вырос на 3,9% к соответствующему периоду 2010 года.

Новости эмитентов.....стр 2

- Календарь аукционов по ОФЗ на июнь 2011 года.
- Рейтинги и прогнозы: ХКФ Банк, облигации «Акрона».
- ЛУКОЙЛ: нейтральные итоги 1 квартала 2011 года.
- МТС: итоги 1 квартала 2011 года – нейтрально для облигаций.
- Отчетность Х5 за 1 квартал 2011 года – лучше ожиданий.
- Иркут.

Денежный рынок.....стр 8

- Инвесторы вновь присматриваются к евро, осторожно тестируя новые уровни.
- Налоговый период еще не закончен, а с ликвидности уже не хватает.

Долговые рынки.....стр 10

- Внешние рынки: рекорды по доходностям «защитных» госбумаг обеспечили новости по Греции.
- Российские еврооблигации: суверенные бонды ощущают «поддержку» от UST. В корпоратах цены «сползают» вниз.
- Рублевые облигации: признаки ценового роста напоминают удачную фиксацию. Участники ждут последнего раунда налогов и решений ЦБ.

Панорама рублевого сегмента.....стр 13

Основные рыночные индикаторы

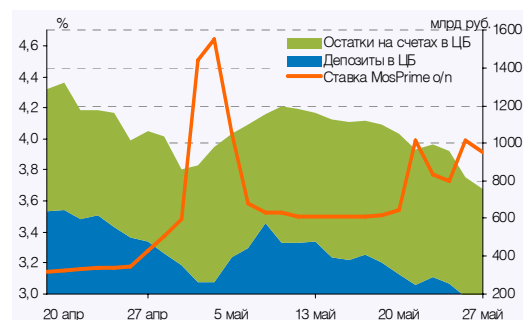
ДОЛГОВЫЕ РЫНКИ			
	Yield	Изм 1 день, бп	YTD, бп
UST - 10 Y	3,06%	-7	-31
Russia-30	4,57%	-2	-27
ОФЗ 25068	6,58%	3	-55
ОФЗ 25065	5,85%	-5	-50
Газпромнефт4	8,32%	-2	266
РЖД-10	6,71%	-9	-63
АИЖК-8	7,65%	0	-30
ВТБ - 5	7,27%	2	-43
Россельхб-8	6,60%	4	-26
МосОбл-8	7,15%	-10	-137
Мгпр62	6,75%	-2	-68

ИНДЕКСЫ			
		Изм 1 день, бп	YTD, бп
MICEX_BOND_CP	95,30%	-2	59
iTRAXX XOVER S15 5Y	372,00	2	-66
CDX XO 5Y	172,40	-1	7
		Изм 1 день, %	YTD, %
MICEX	1 606,21	-0,5%	-4,8%
RTS	1 818,36	0,6%	2,7%
S&P 500	1 325,69	0,4%	5,4%
DAX	7 114,09	-0,8%	2,9%
NIKKEI	9 562,05	1,5%	-7,6%

СЫРЬЕВЫЕ РЫНКИ			
	долл.	Изм 1 день, %	YTD, %
Нефть Urals	113,10	0,1%	25,0%
Нефть WTI	100,23	-1,1%	11,6%
Золото	1 519,15	-0,4%	8,1%
Никель LME 3 М	22 821	-2,5%	-6,1%

Источник: Bloomberg, ММВБ

Характеристика денежного рынка



Источник: Банк России

МАКРОНовости

- Согласно заявлению главы ЦБ РФ Сергея Игнатьева, Банк России в мае (с 1 по 25 мая) купил на внутреннем рынке 3,6 млрд долл.
- По данным Банка России, объем международных резервов РФ за период с 13 по 20 мая 2011 года увеличился на 2,4 млрд долл. до 516,8 млрд долл.
- Минфин РФ 31 мая 2011 года проведет аукцион по размещению средств федерального бюджета на банковские депозиты. Максимальный размер размещаемых средств составляет 50 млрд руб. Минимальная процентная ставка размещения установлена на уровне 4,05% годовых. Дата внесения депозитов – 1 июня 2011 года, дата возврата депозитов – 19 октября 2011 года.

Купоны, оферты, размещения

- Агентство Bloomberg сообщает, что **ВТБ** размещает 3-летние бонды на сумму 300 млн сингапурских долл. с доходностью 3,4% годовых. Напомним, Банк не впервые выходит на рынок долговых инструментов Сингапура: в июле 2010 года ВТБ разместил дебютные 2-летние бонды на 400 млн сингапурских долл. с доходностью 4,2% годовых.
- **Банк ЗЕНИТ** полностью разместил на ММВБ выпуск облигаций серии БО-06 объемом 5 млрд руб. Ставка 1 купона по итогам сбора заявок была установлена на уровне 7,25% годовых. Срок обращения займа – 3 года, предусмотрена 1,5-годовая оферта.
- Банк России на аукционе по **ОБР 19 выпуска** в объеме до 10 млрд руб. разместил ценные бумаги на сумму 251,50 млн руб. (по номиналу). При этом объем привлеченных Банком России средств составил 249,61 млн руб. Средневзвешенная цена и цена отсечения облигаций составила 99,246% от номинала. Спрос на облигации на аукционе составил 651,57 млн руб. по номиналу. Доходность облигаций по средневзвешенной цене и по цене отсечения по итогам аукциона составила 3,6% годовых.

Календарь аукционов по ОФЗ на июнь 2011 года.

Минфин РФ анонсировал увеличение плана по размещению ОФЗ в июне 2011 года до 200 млрд руб. вместо ранее запланированного объема в 150 млрд руб. По сообщению министерства, график был изменен в целях оптимизации структуры государственного внутреннего долга РФ и диверсификации по срокам предлагаемых к размещению государственных облигаций.

Новый график размещений выглядит следующим образом:

График аукционов в июне 2011 года		
Дата	Срок обращения, лет	Объем, млрд руб
1 июн	10	20
1 июн	4	10 new
8 июн	4	20
8 июн	6	20 new
15 июн	6	20
15 июн	10	10 new
22 июн	7	20
22 июн	4	10 new
29 июн	6	50
29 июн	4	20
ИТОГО		200

Источник: Минфин

Рейтинги и прогнозы

- Агентство Fitch присвоило **ХКФ Банку** долгосрочные рейтинги дефолта эмитента в иностранной и национальной валюте на уровне «BB-» со «Стабильным» прогнозом. Краткосрочный РДЭ в иностранной валюте присвоен на уровне «B», индивидуальный рейтинг присвоен на уровне «D», рейтинг поддержки присвоен на уровне «5». Эксперты Fitch отметили, что «рейтинги ХКФ Банка поддерживаются за счет хорошей прибыльности, адекватного качества активов на протяжении экономического цикла и разумного управления рисками, а также сильной способности генерировать денежные средства и значительной капитализации. При этом, хотя Банк достиг существенной диверсификации фондирования благодаря привлечению депозитов, этим депозитам еще предстоит пройти проверку временем на стабильность, и риск рефинансирования средств на финансовых рынках остается значительным».

Напомним, что у ХКФ Банка уже имеются рейтинги от S&P и Moody's на аналогичных уровнях: «BB-» и «Ba3» соответственно, прогноз «Стабильный».

- Moody's Investors Service присвоило предварительный рейтинг «B1» планируемому выпуску **облигаций «Акрона»** серий 04 и 05 общим объемом 7,5 млрд руб.

МАШИНОСТРОЕНИЕ

- Выручка **ОАО «Корпорация «Иркут»** за 2010 год, согласно данным отчета по МСФО, составила 1672,650 млн долл., что на 27% выше результатов 2009 года, когда выручка Компании была 1313,651 млн долл. Как отмечается в комментариях менеджмента к отчетности, «двукратный рост объема выручки за этот период достигнут в основном за счет увеличения экспортных поставок многоцелевых истребителей семейства Су-30МК». По итогам 2010 года Компания получила чистую прибыль в размере 85,546 млн долл. против убытка, полученного в 2009 году в сумме 19,385 млн долл. Рентабельность по чистой прибыли составила 5%. Валовая прибыль Эмитента за 2010 год достигла 693,882 млн долл., что составляет 42% от выручки. Валовая прибыль за 2009 году составляла 405,079 млн долл. (31% от выручки). Менеджмент комментирует, что повышению рентабельности производства способствовало «внедрение инновационных технологий, а также оптимизация производственных издержек». На начало 2011 года портфель заказов ОАО «Корпорация «Иркут» составляет свыше 6 млрд долл. /Finambonds/

НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР

ЛУКОЙЛ: нейтральные итоги 1 квартала 2011 года.

Вчера компания ЛУКОЙЛ раскрыла итоги своей деятельности за 1 квартал текущего года согласно стандартам US GAAP. Мы оцениваем полученные результаты как нейтральные. Вместе с тем, некоторую неоднозначность вызывает сохраняющийся тренд слабых операционных результатов. Однако в части финансовых характеристик единственным слабым моментом, который можно отметить, является лишь традиционно более низкая рентабельность по сравнению с другими представителями сектора.

Возвращаясь к операционным характеристикам отметим, что добыча нефти в отчетном периоде сократилась на 5,1% – до 22 836 тыс. тонн, а производство нефтепродуктов снизилось на 1,2% – до 14 572 тыс. тонн. Для сравнения, Газпром нефть, отчитавшаяся первой в сектор, показала рост в добыче углеводородов на 8% и увеличение переработки на 5%. Стоит отметить, что у ЛУКОЙЛа снижение было отмечено на большинстве как российских, так и зарубежных производственных площадок. Вместе с тем, такое развитие событий не стало неожиданностью – ранее об этом предупреждал менеджмент. Компенсировать частично планируется за счет

месторождения Тимано–Печоры, Каспия, и СП с «Башнефтью» по разработке месторождения им. Требса и Титова.

Финансовые результаты ЛУКОЙЛ.						
	2009	2010	%	1К2010	1К2011	%
Основные финансовые показатели, млн долл.						
Revenue	81 083	104 956	29%	23 902	29 626	24%
Operating income	9 778	11 533	18%	2 651	3 872	46%
EBITDA	13 475	16 049	19%	3 729	5 343	43%
Net income	7 069	9 119	29%	2 043	3 431	68%
% expenses	667	712	7%	177	173	-2%
Operating cash flow	8 883	13 541	52%	2 798	3 715	33%
Operating margin	12,1%	11,0%	-1,1%	11,1%	13,1%	2,0%
EBITDA margin	16,6%	15,3%	-1,3%	15,6%	18,0%	2,4%
Net margin	8,7%	8,7%	0,0%	8,5%	11,6%	3,0%
	2009	2010	%	1К2011	%	
Assets	79 019	84 017	6%	90 161	7%	
Debt	11 323	11 194	-1%	11 315	1%	
Long term debt	9 265	9 069	-2%	9 200	1%	
Short-term debt	2 058	2 125	3%	2 115	0%	
Cash and cash equivalents	2 274	2 368	4%	2 500	6%	
Net Debt	9 049	8 826	-2%	8 815	0%	
Debt/EBITDA	0,84	0,52	-0,32	0,71	0,18	
Net debt/EBITDA	0,67	0,41	-0,26	0,55	0,14	

Источник: данные компании, расчеты НОМОС–БАНКа

Исходя из не самой радужной операционной динамики, финансы Компании смогла поддержать лишь ценовая конъюнктура. Так, за год «черное золото» выросло в цене на 38% до 105,4 долл. за баррель марки Brent. Выручка Компании в 1 квартале 2011 года увеличилась, по сравнению с предыдущим годом на 23,9% и составила 29,6 млрд долл. Стоит отметить, что затраты росли несколько медленнее («+21%»), что позволило EBITDA margin вырасти в отчетном периоде с 15,06% в 1К'2010 года до 18,03% в отчетном квартале. Однако по-прежнему результат ниже других компаний. Так, Газпром нефть – 21,7%, Alliance Oil – 23%. Чистый операционный денежный поток оказался в рамках ожиданий и по итогам первых трех месяцев текущего года составил 3,7 млрд долл. против 2,8 млрд годом ранее. Указанных средств с запасом хватило на самостоятельное финансирование капитальных затрат и погашение обязательств. В итоге Компания увеличила свою подушку ликвидности с 2,4 млрд долл. на конец года до 2,5 млрд по итогам отчетного периода. Последняя цифра в полном объеме покрывает короткие обязательства ЛУКОЙЛа в размере 2,1 млрд долл. Стоит отметить, что за квартал долговой портфель Эмитента вырос лишь на 120 млн долл. до 11,3 млрд. Метрика Debt/EBITDA находится на более чем комфортном уровне в 0,7х.

В части бондов ЛУКОЙЛа, то мы считаем, что большинство бумаг «голубых фишек» на сегодняшний день несколько переоценены, в том числе опираясь на спреды к ОФЗ. Вместе с тем, незначительным апсайдом среди бумаг Эмитента обладают выпуски серий БО–6 (УТР 6,36%, 13.2012) и БО–7 (УТР 6,39%, 13.2012).

Игорь Голубев
igolubev@nomos.ru

ТЕЛЕКОМЫ И МЕДИА

МТС: итоги 1 квартала 2011 года – нейтрально для облигаций.

Вчера МТС опубликовала, на наш взгляд, неоднозначные финансовые результаты за 1 квартал 2011 года по US GAAP: выручка демонстрирует неплохой рост, но рентабельность продолжает снижаться. Долговая нагрузка по-прежнему на комфортном уровне.

За отчетный период выручка Оператора увеличилась на 12,2% до 2,93 млрд долл. в основном за счет расширения абонентской базы, роста передачи данных и потребления контентных услуг, продажи телефонов и оборудования. За январь–март 2011 года количество абонентов мобильной связи МТС возросло на 6% до 108,54 млн к 1 кварталу 2010 года (в России – на 3,4% до 71,46 млн), пользователей фиксированной связи – на 28,7% до 9,98 млн, фиксированного интернета – на 39,2% до 1,89 млн, платного ТВ – на 22,8% до 2,6 млн. При этом в основном сегменте мобильной связи операционные показатели (на ключевом российском рынке) также демонстрируют рост: ARPU – на 6% до 252 руб. к 1 кварталу 2010 года, а MOU – на 18% до 249 минут. Компания продолжила развивать собственную розничную сеть: количество магазинов МТС за год увеличилось на 9,3% до 2,361 тыс., а продажи аппаратов за 1 квартал 2011 года выросли на 21% до 1,142 млн штук, а интернет-модемов – в 2,1 раза до 1,012 млн штук относительно аналогичного периода 2010 года. Напомним, в 2011 году менеджмент Оператора ожидает рост выручки по Группе на уровне 10%.

Вместе с тем, за январь–март этого года маржинальность бизнеса Компании снизилась: показатель OIBDA сократился на 2,7% до 1,126 млрд долл., а рентабельность уменьшилась на 5,9 п.п. до 38,4%. Данный факт был вызван стимулированием новых подключений абонентов мобильной связи и ростом расходов на дилерские комиссии с целью удержания лидерских позиций на ключевом российском рынке. В результате, затраты на рекламу и маркетинг в отчетном периоде возросли на 39,6% до 235,4 млн долл. Кроме того, увеличились издержки, связанные с продажей телефонов и интернет-модемов, которые также стимулируют пользование услугами Оператора – прирост за год составил 61,6% до 220,7 млн долл. Отдельно стоит отметить, единовременный рост административных издержек («+16,6%» до 647,1 млн долл.), которые были обусловлены процессом присоединения «Комстар–ОТС» и интеграцией региональных альтернативных операторов связи. В качестве фактора, оказавшего влияние на эффективность бизнеса, Компания также отметила и приостановку бизнеса в Туркменистане.

Финансовые результаты МТС за 2010-2011 годы (US GAAP)				
млн долл.	1 кв.2011	1 кв.2010	2010	1 кв.2011/ 1 кв.2010
Основные финансовые показатели				
Выручка	2 934	2 615	11 293	12,2%
Операционный денежный поток	908	966	3 617	-6,0%
OIBDA	1 126	1 157	4 873	-2,7%
Чистая прибыль	361	383	1 381	-5,6%
% расходы	170	228	777	-25,4%
	1 кв.2011	1 кв.2010	2010	1 кв.2011/ 2010
Активы	15 420	-	14 478	6,5%
Дебиторская задолженность	917	-	798	15,0%
Денежные средства и их эквиваленты	1 195	-	928	28,8%
Финансовый долг, в т.ч.	7 457	-	7 161	4,1%
долгосрочный	6 330	-	6 404	-1,1%
краткосрочный	1 127	-	757	48,9%
Чистый долг	6 263	-	6 233	0,5%
Кредиторская задолженность	727	-	682	6,6%
Показатели эффективности и покрытия долга				
Рентабельность OIBDA	38,4%	44,3%	43,1%	-5,9 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	12,3%	14,7%	12,2%	-2,4 п.п.
Фин. долг/OIBDA	1,6	-	1,5	-
Чистый долг/OIBDA	1,4	-	1,3	-
OIBDA/%	6,6	5,1	6,3	-
Фин. долг/Активы	0,5	-	0,5	-

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС–БАНКА

Что касается долговой нагрузки МТС, то она существенных изменений с момента публикации данных за 2010 год не претерпела: размер Долга составил 7,46 млрд долл. («+4,1%» к 2010 году), а соотношение Долг/OIBDA, по нашим оценкам, достигло 1,6х против 1,5х в 2010 году, Чистый долг/OIBDA – 1,4х против 1,3х соответственно. У Оператора по-прежнему сохраняется комфортный график исполнения обязательств, не предполагающий в ближайшие 4 года пика погашения долга: в 2011 году Компании осталось рефинансировать 684 млн долл., в

2012 году – 1,124 млрд долл., в 2013 году – 1,114 млрд долл., в 2014 году – 465 млн долл. Вместе с тем, МТС предстоит в этом году выплатить дивиденды на сумму 1,08 млрд долл. (рекомендовано Советом директоров, 27 июня будет утверждаться собранием акционеров), а также реализовать инвестпрограмму в размере 22–24% годовой выручки (около 2,7–2,9 млрд долл.). На наш взгляд, объема денежных средств на счетах Компании на сумму 1,195 млрд долл. (на конец марта 2011 года) и значительного операционного денежного потока (908 млн долл. за январь–март) будет вполне достаточно, чтобы осуществить обозначенные планы и исполнить все обязательства по долгу.

Что касается облигаций МТС, то они, на наш взгляд, справедливо оценены рынком, а большой интерес могут представлять бумаги «ВымпелКома», предлагающие премию около 30–35 б.п. к выпускам МТС, а именно ВК–Инвест–1 (УТМ7,34%/1,95 года) и ВК–Инвест–6,7 (УТМ 8,35–8,39%/3,74 года).

Александр Полютков
polyutov_av@nomos.ru

РИТЭЙЛ

Отчетность Х5 за 1 квартал 2011 года – лучше ожиданий.

Вчера продуктовая сеть Х5 представила финансовые результаты за 1 квартал 2011 года по МСФО, которые в сравнении с итогами 2010 года (уже с учетом бизнеса «Копейки») оказались более позитивными. Кроме того, по динамике ключевых показателей Х5 удалось приблизиться к «Магниту», а по эффективности бизнеса даже превзойти.

Так, за январь–март 2011 года выручка Х5 прибавила 51,2% до 3,85 млрд долл. относительно сопоставимого периода 2010 года, лишь немногим уступив «Магниту» («+56,4%» за аналогичный промежуток времени). Причем, увеличение выручки Х5 было обусловлено 12% ростом LFL (против 20,2% у «Магнита»), 17% приростом от открытия новых магазинов и 19% вкладом магазинов ТД «Копейка». Напомним, количество магазинов в сети Х5 составило по итогам 1 квартала 2011 года 2,545 тыс., что на 1,145 тыс. (в том числе 650 магазинов «Копейки») больше, чем на конец марта 2010 года. При этом общая торговая площадь Ритейлера возросла на 44,8% до 1,571 млн кв. м. Между тем, у «Магнита» сеть расширялась несколько медленнее: за тот же период было открыто новых 871 магазин, а общая торговая площадь возросла на 36% до 1,486 млн кв. м. В 2011 году менеджмент Х5 рассчитывает на рост валовой выручки (с НДС) более чем на 40% до 500 млрд руб. (около 17,7 млрд долл.), что, на наш взгляд, на фоне восстановления покупательской активности вполне реализуемо.

Кроме того, Х5 за 1 квартал 2011 года удалось добиться лучшего значения нормы прибыли: рентабельность EBITDA составила 7,3% («+0,3 п.п.» к 1 кварталу 2010 года) против 6,3% («–1,3 п.п.») у «Магнита». Вероятно, Х5 более оперативно отреагировала своей ценовой политикой на рост затрат на оплату труда, социальный налог, коммунальные платежи, нежели «Магнит», который только во 2 квартале начал постепенно закладывать в цены возросшие издержки. Кроме того, Х5 усиливает контроль над расходами, что в том числе должно нивелировать негативный эффект от роста расходов на интеграцию магазинов «Копейки», которые, по расчетам менеджмента Ритейлера, могут составить в 2011 году порядка 5,4 млрд руб. (или около 191 млн долл.). Между тем, процесс ребрендинга «Копейки» был ускорен руководством Х5, и уже к концу мая будет перезапущено около 200 региональных магазинов. Ритейлер рассчитывает получить первый синергетический эффект, начиная с 2012 года, а полную отдачу – к 2013 году, главным образом, за счет «более высокого уровня продаж на квадратный метр, улучшения условия закупок и сокращения административных расходов», что должно благоприятно сказаться на эффективности бизнеса.

Вместе с тем, стоит отметить, что прирост чистой прибыли Х5 на фоне выручки и показателя EBITDA был менее заметным и составил 22,8% до 97 млн долл. Давление на конечный финансовый результат Ритейлера было оказано возросшими в более чем 2 раза процентными выплатами по долгу (74 млн долл.), что не удивительно, если учесть, увеличение долга Компании из-за сделки с ТД «Копейка» более чем в 2 раза до 3,8 млрд долл. относительно 1 квартала 2010 года. При этом в сравнении с 2010 годом, когда финансовые результаты «Копейки» были консолидированы, размер долга Х5 изменился незначительно, только на 3,0%, как и его

временная структура (15,7% или 595 млн долл. – краткосрочные обязательства). В то же время за счет роста маржи, по нашим оценкам, у Х5 снизился уровень долговой нагрузки – соотношение Долг/ЕБИТДА составило 4,0х против 4,37х по итогам 2010 года. Тем не менее, его уровень по-прежнему остается высоким. Для сравнения, у «Магнита» соотношение Долг/ЕБИТДА в 2010 году было существенно ниже и равнялось 1,55х (напомним, Компания не раскрывает информацию по долгу за 1 квартал). В свою очередь, мы не видим в краткосрочной перспективе существенных рисков рефинансирования долга Х5, учитывая имеющийся запас денежных средств (на конец марта 138,8 млн долл.) и значительный операционный денежный поток (177,5 млн долл. за январь–март 2011 года). В то же время Компания намерена инвестировать в органическое развитие бизнеса порядка 35 млрд руб. (около 1,24 млрд долл.), которые пойдут в основном на открытие 540 магазинов (более 500 дискаунтеров, 20–25 супермаркетов, 5–10 гипермаркетов). Мы считаем, что на реализацию инвестпрограммы Ритейлеру могут потребоваться дополнительные денежные средства из внешних источников, но их привлечение вряд ли приведет к росту уровня долговой нагрузки, поскольку синхронно росту кредитного портфеля будут увеличиваться операционные денежные потоки.

Финансовые результаты продуктовых сетей Х5 и Магнит в 2010-2011 годы по МСФО								
млн долл.	Х5				Магнит			
	1 кв.2011	1 кв.2010	2010	1 кв.2011/ 1 кв.2010	1 кв.2011	1 кв.2010	2010	1 кв.2011/ 1 кв.2010
Основные финансовые показатели								
Чистая выручка	3 845	2 543	11 281	51,2%	2 564	1 640	7 777	56,4%
ЕБИТДА	281	178	844	57,5%	162	125	632	30,0%
Чистая прибыль	97	79	271	22,8%	61	65	334	-5,5%
% расходы	74	33	133	127,3%	n/a	n/a	35	-
	1 кв.2011	1 кв.2010	2010	1 кв.2011/ 2010	1 кв.2011	1 кв.2010	2010	1 кв.2011/ 2010
Финансовый долг, в т.ч.	3 800	-	3 689	3,0%	n/a	n/a	981	-
долгосрочный	3 204	-	3 180	0,8%	n/a	n/a	804	-
краткосрочный	595	-	510	16,8%	n/a	n/a	177	-
Показатели эффективности и покрытия долга								
Рентабельность ЕБИТДА	7,3%	7,0%	7,5%	0,3 п.п.	6,3%	7,6%	8,1%	-1,3 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	2,5%	3,1%	2,4%	-0,6 п.п.	2,4%	3,9%	4,3%	-1,5 п.п.
Финансовый долг/ЕБИТДА	4,00	-	4,37	-	-	-	1,55	-

Источник: данные Компаний, расчеты НОМОС-БАНКА

Доходность облигаций Х5, на наш взгляд, не представляет на текущих уровнях интереса для инвесторов. В то же время все еще остается спрэд между бумагами Х5 и биржевыми облигациями ТД «Копейка» серий БО–1 (УТР 8,05%/1,11 года) и БО–2 (УТМ 8,50%/2,13 года) около 20–40 б.п., но ликвидность последних минимальна.

Александр Полютов
polyutov_av@nomos.ru

Денежный рынок

Егоров Алексей
egorov_avi@nomos.ru

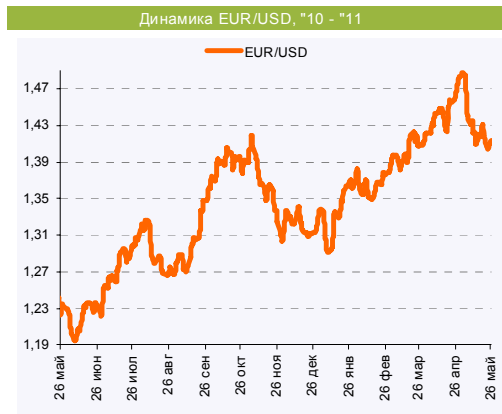
Торги на международном валютном рынке остаются волатильным. Неопределенность в дальнейшем развитии событий заставляют участников рынка более внимательно относиться к техническим индикаторам. Вчера в рамках азиатской сессии пара EUR/USD продемонстрировала резкий рост чуть выше уровня 1,416х и продолжила движение к значению 1,42х, но уже к середине дня, не сумев удержаться, снизилась практически до значений закрытия торгов среды (1,407х).

Еженедельные американские данные о количестве первоначальных обращений за пособием по безработице в очередной раз разочаровали инвесторов. В последнее время на рынке меняются мнения относительно дальнейших действий ФРС. Если еще месяц назад число первоначальных обращений за пособием по безработице находилось ниже пороговой планки 400 тыс., и все при этом размышляли о возможном ужесточении монетарной политики сразу после завершения программы количественного смягчения, то на текущий момент при еженедельном значении 409–430 тыс. редко можно встретить того кто, продолжает настаивать на необходимости «закручивать гайки». При всех существующих негативных моментах в экономике, а именно: сокращении продаж домов; уменьшении заказов на товары длительного пользования, опубликованные вчера предварительные данные о ВВП США в первом квартале оказались хоть и ниже прогнозов, но выглядят довольно уверенно (1,8% при прогнозе 2,2%), что свидетельствует об уверенном росте соответствующем своими темпами другим развитым странам.

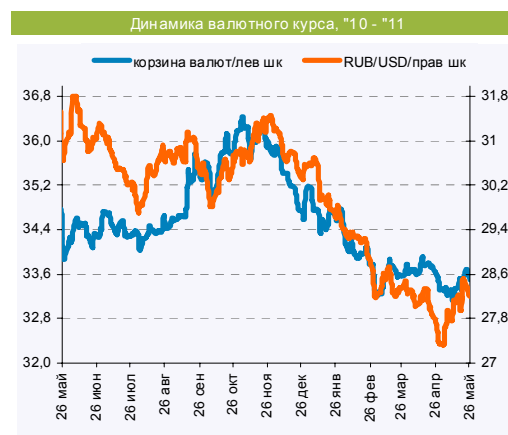
К концу вчерашних торгов пара находилось на уровне 1,413х, но уже сегодня в рамках азиатской сессии началась новая волна покупок европейской валюты, что позволило ей достигнуть отметки 1,4269х. На наш взгляд, в настоящий момент основные ожидания игроков сконцентрированы на трех событиях: избрании нового главы МВФ и его дальнейшей политике, планах ФРС после завершения программы количественного смягчения и греческом вопросе. Если первые два, по сути, не способны серьезно изменить ситуацию, а лишь задают общее направление, то третий является решающим для всего Евросоюза.

На внутреннем рынке, испытывающем в последние дни дефицит рублевой ликвидности, прослеживается «вынужденное» усиление курса рубля. При открытии вчерашних торгов стоимость американской валюты составила 28,3 руб. против 28,46 руб. при закрытии в среду. В течение дня курс доллара колебался в диапазоне 28,16–28,3 руб. и концу дня достиг значения 28,17 руб. Бивалютная корзина не сильно отличалась своим поведением от американской валюты, также потеряв при открытии 13 коп., а концу дня достигла 33,49 руб. (–18 коп. от уровня среды). Как мы полагаем, помимо спроса на рублевую ликвидность, дополнительной поддержкой для национальной валюты может стать рост стоимости «черного золота» на мировых площадках, где нефть марки Brent составляет 115,24 долл. за баррель.

На внутреннем денежном рынке ситуация складывается, мягко говоря, мало комфортно – остатки продолжают сжиматься, ставки продолжают удерживаться на уровне 3,9–4,5%. Сумма остатков на корсчетах и



Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg

События денежного рынка

Дата	Событие
27 мая	Размещение ОФЗ, на 20 млрд руб., на 6 лет 9 месяцев 19 дней
	Возврат депозитов в ЦБ, на 28 дней

Источник: Reuters

депозитах в ЦБ составила 757 млрд руб., что почти на 63 млрд руб. меньше значения днем ранее. Такой запас ликвидности ставит под вопрос безболезненность прохождения в понедельник выплат в бюджет налога на прибыль. Кроме того, также на 30 мая запланировано заседание совета директоров Банка России по вопросу процентных ставок. Еще вчера по этому вопросу дал свои комментарии С. Игнатьев, сообщив, что маловероятен сценарий снижения ставок, а вот их сохранение или повышение возможно, причем «и то, и другое». Напомним, что все ужесточения регуляторами происходили, как правило, в моменты недостатка на рынке рублевой ликвидности, однако ориентирами, на наш взгляд, будут являться инфляция, а также инвестиционный климат. В текущий момент, рост потребительских цен в стране с начала года составляет 4,6%, что укладывается в прогнозы Министерства экономического развития. Таким образом, Банк России, скорее, будет ориентирован на создание комфортного инвестиционного климата, чем на удержание инфляции.

Долговые рынки

Торги четверга глобальные площадки закончили смешанной динамикой. Для европейских фондовых индексов, которые завершали день разнонаправлено в диапазоне от «-0,8%» до «+0,2%», определяющим финал дня стало заявление со стороны представителя ЕЦБ о том, что Греция может и не получить очередной июньский транш и это стало драйвером продаж в рискованных активах и спроса на госбумаги Германии – доходность 10-летних бондов опустилась к 3% годовых, в то же время в части доходностей обязательств стран PIGS продолжалось движение к новым максимумам.

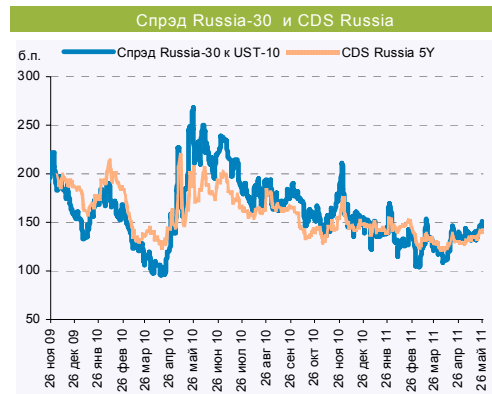
Американские фондовые индексы по итогам дня остались в зоне положительных переоценок – в диапазоне от 0,07% до 0,8%. При этом наименьшую чувствительность к «ралли» в сегменте госбумаг, являющемуся следствием массового «бегства в качество» на фоне отсутствия уверенности в скором разрешении европейских долговых проблем, проявил индекс NASDAQ («+0,78%» по итогам дня).

Вчерашний аукцион по 7-летним UST на 29 млрд долл. также как и аукцион среды проходил в условиях повышенного спроса: bid/cover составил 3,24 против 2,63 в прошлый раз в апреле, притом, что максимальная доходность снизилась с 2,71% до 2,43%. Доля покупателей-нерезидентов также ощутимо возросла – до 47,6% с 39,1% в апреле. Отметим, что помимо прочего спросу на американский госдолг способствовали слабые макроданные: подтвердились оценки ВВП США за 1 квартал 2011 года, который вырос на 1,8% при прогнозе в 2,2%. Кроме того, вновь хуже ожиданий оказались данные по безработице, отразившие рост количества новых заявок на пособие. Это позволило доходностям 10-летних treasuries опуститься к отметке 3,06% (-7 б.п. от уровня среды).

Сегодняшние макроданные по США во многом выступают подтверждением довольно ограниченных темпов восстановления экономического роста, что служит поддерживающим фактором для спроса на UST. В Европе также ожидается поток макроотчетов, характеризующих общий сентимент инвесторов, в частности майские индикаторы потребительского и экономического комфорта.

Российский рынок еврооблигаций начинал торги четверга на позитивной волне. Так, котировки Russia-30 довольно оперативно достигли дневного максимума на уровне 117,25%. Вместе с тем, с этих уровней пришлось сместиться вниз под давлением продаж, обусловленных потоками негативных новостей, побуждающих к фиксации. Как и для европейских площадок, наибольшие разочарования принесли новости о возможном нарушении графика траншей финансовой помощи Греции. В результате, котировки выпуска довольно быстро сместились к минимуму дня – на уровень 116,875%. Примечательно, что к моменту закрытия торгов коррекции удалось отыграть: по итогам последних сделок цены вновь вернулись в район 117–117,125%. Вероятно, здесь не обошлось без влияния факта мощного снижения доходностей американских госбумаг, которые даже при условии расширения суверенного спреда до 150 – 155 б.п. смогли «подтянуть» за собой и российские суверенные бонды.

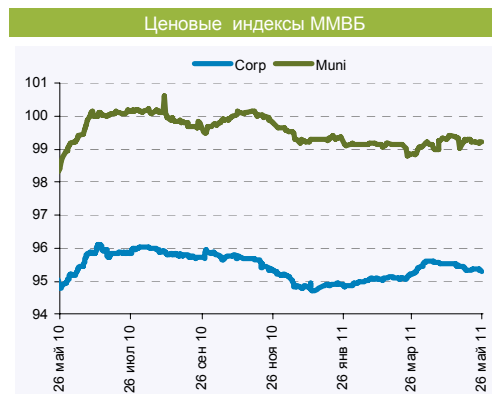
Ольга Ефремова
efremova_ov@nomos.ru



Источник: Bloomberg



Источник: Bloomberg



Источник: ММББ

Попытки ценового роста демонстрировал вчера и выпуск Russia-18, ориентируясь на динамику рубля. Его ценовой максимум дня был зафиксирован у отметки 105,1%, который быстро трансформировался в минимум – 104,8%. При этом к закрытию цены стабилизировались в районе 104,9%.

Негосударственный сегмент евробондов характеризуется отсутствием активных покупателей, и, судя по всему, именно данный фактор «толкает» котировки вниз. Уже при открытии котировки наиболее ликвидных выпусков были ниже закрытия в среду, а по итогам дня повсеместное снижение цен варьировалось в диапазоне от 0,25% до 0,75%. Наиболее заметные продажи коснулись вчера выпусков банковского сектора, в частности, бумаг ВТБ, Альфа-Банка, Банка Москвы, также не смог сохранять положительную динамику и новый выпуск ВЭБ-лизинг.

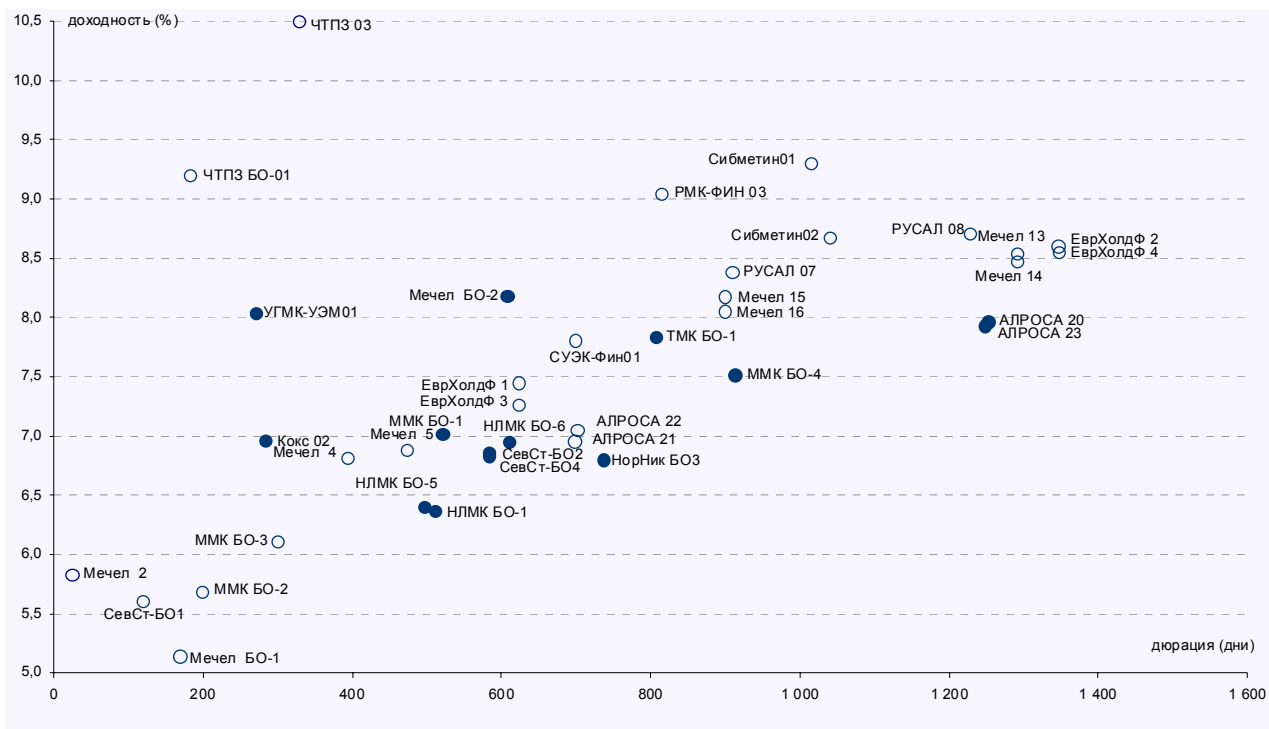
В списке наиболее «пострадавших» от агрессивных продаж отметим бонды Украина-20 и Украина-21, где вчера цены снизились еще на 75 б.п., сдвинув доходности бумаг в диапазон 7,5–7,6% годовых, тогда как еще на прошлой неделе доходности были в пределах 7,3% годовых. Не снижается прессинг продавцов в бумагах Беларуси, потерявших в котировках вчера еще порядка 1,5%. Здесь доходности находятся в диапазоне 10,3–10,6%. На наш взгляд, пока данные уровни сложно назвать предельными – опасения в части еще больших финансовых проблем Беларуси нарастают, при этом влияние фактора возможной финансовой помощи со стороны России заметно ослабло под давлением внутренних проблем. Среди заметных ценовых движений отметим также происходящее в бумагах казахского БТА Банка, который в течение дня терял порядка 5,5%, опускаясь в цене до 88,5% от номинала, однако ближе к моменту закрытия столь мощная коррекция стала поводом для покупок и последние сделки дня в бондах проходили уже по 91–92% от номинала.

Рублевый сегмент в четверг в очередной раз отразил неоднородность настроений участников рынка. Для некоторых из них «порыв» рубля к укреплению стал поводом для покупок, главным образом в сегменте ОФЗ. Здесь можно отметить ценовой рост в пределах 20 б.п. в выпусках серий 25072, 25073, 25076, 25077, 26199, 26203, 26205. Кроме того, и среди корпоративных выпусков «проявились» положительные переоценки в диапазоне от 10 до 25 б.п. В этой части выделялись бонды МТС-7, ЛУКОЙЛ-4, АЛРОСА-22, Мечел-13, Северсталь-БО4, МДМ Банк-БО2, ВБД ПП-БО6, ВБД ПП-БО7. Также покупки были в выпуске Кокс-2, которым, как мы полагаем, «поспособствовала» публикация отчета по МСФО за 2010 год. Наиболее ощутимое снижение цен (в пределах 20 б.п.) было зафиксировано в бондах ФСК-6, ММК-БО4, ЗЕНИТ-БО2, ТверОбл-8.

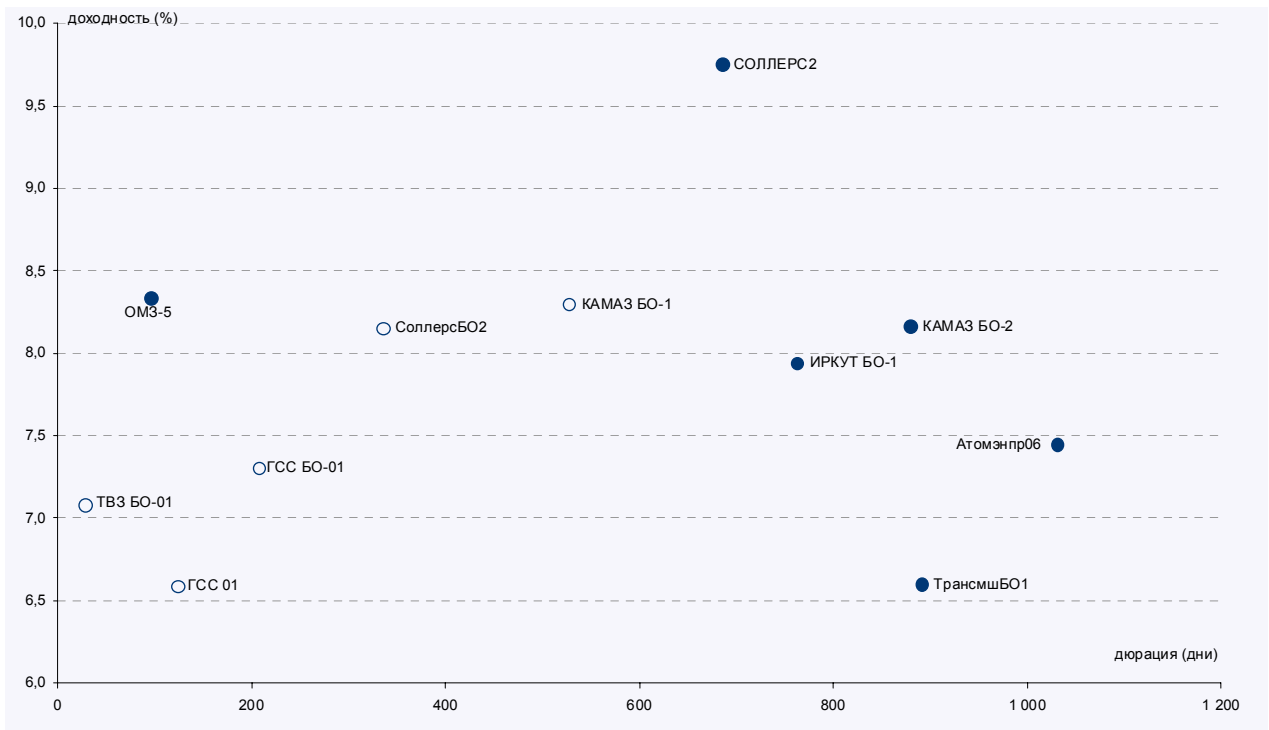
Позитивные изменения в котировках мы не настроены оценивать как формирование устойчивого курса на новые покупки, на наш взгляд, это корректнее оценить как комфортный выход из позиций участников, желающих зафиксироваться. К такому мнению нас подталкивает оценка текущей ситуации с ликвидностью, которая, отметим, складывается по весьма некомфортному сценарию: остатки продолжают снижаться, провоцируя рост ставок. Исходя из того, что на повестке дня остаются

еще весьма ощутимые для системы расчеты по налогу на прибыль, приходящиеся на понедельник, мы ожидаем продолжения процесса фиксации. Отметим, что общую напряженность «подогревают» весьма неоднозначные заявления со стороны ЦБ, который, судя по всему, еще не определился с тем, сохранить базовые ставки неизменными или повысить их. В этой части наши ожидания сводятся к тому, что в мае регулятор в качестве регулирующих мер предпочтет выбрать механизм повышения норм обязательного резервирования – инфляция, как один из триггеров, требующих «подавления» остается в рамках контролируемых 0,1% в неделю. Повышение ставки, на наш взгляд, очевидно спровоцирует общий рост ставок, в первую очередь в сегменте ОФЗ, а это слабо вяжется со стратегией «предложить» рынку госбумаг в июне дополнительные 50 млрд руб. (план по размещениям увеличен со 150 млрд руб. до 200 млрд руб.)

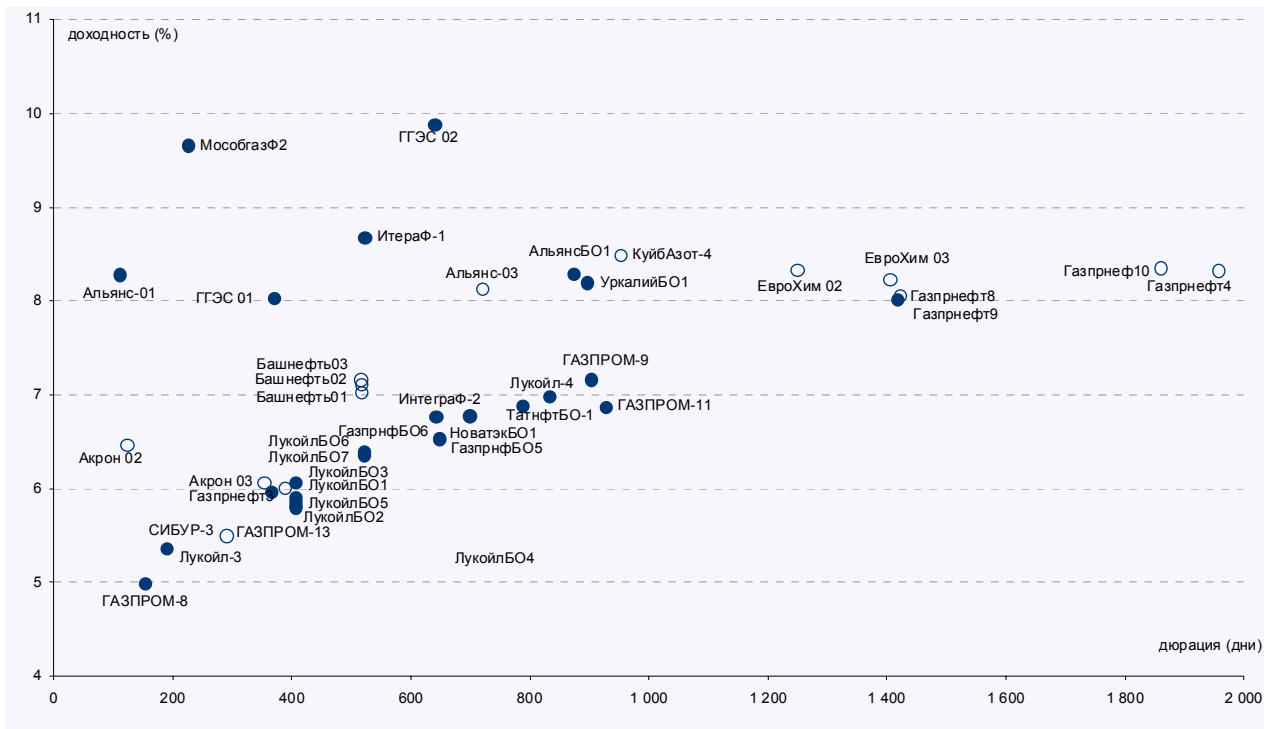
Металлургия и добыча, металлообработка и металлосбыт



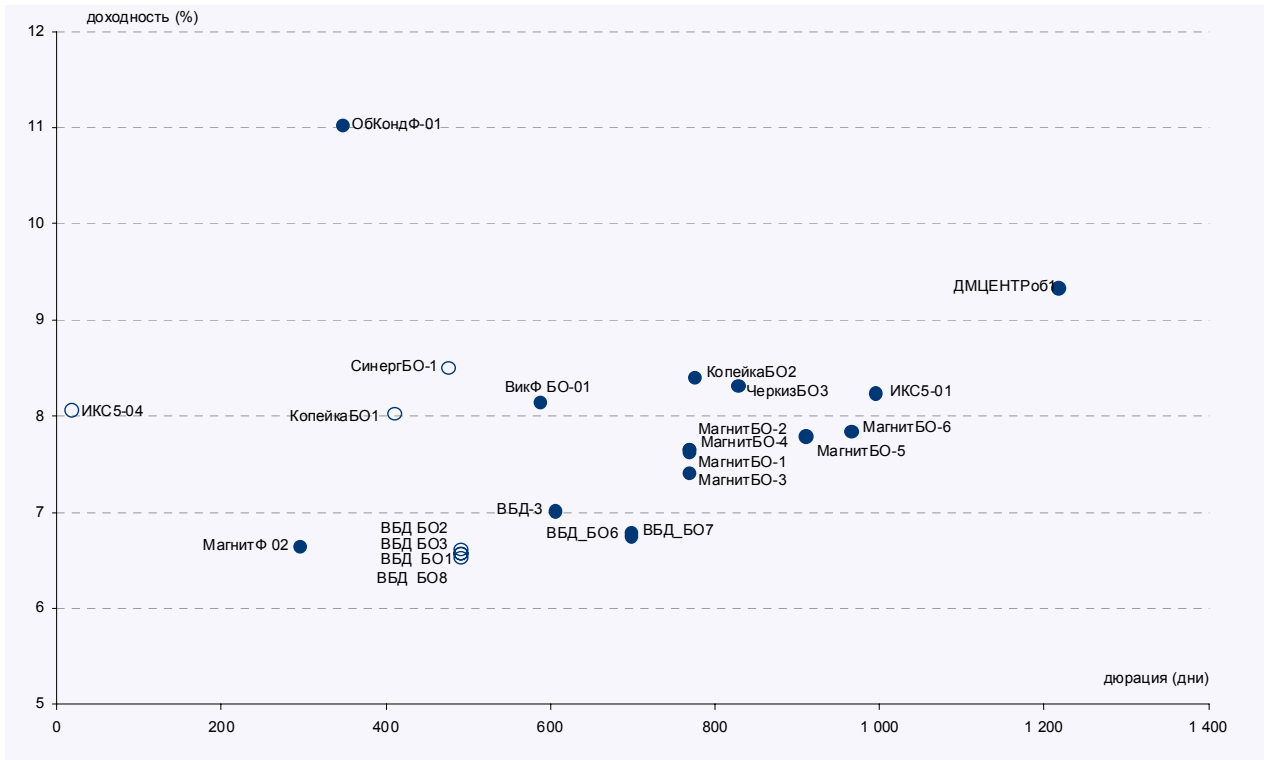
Машиностроение



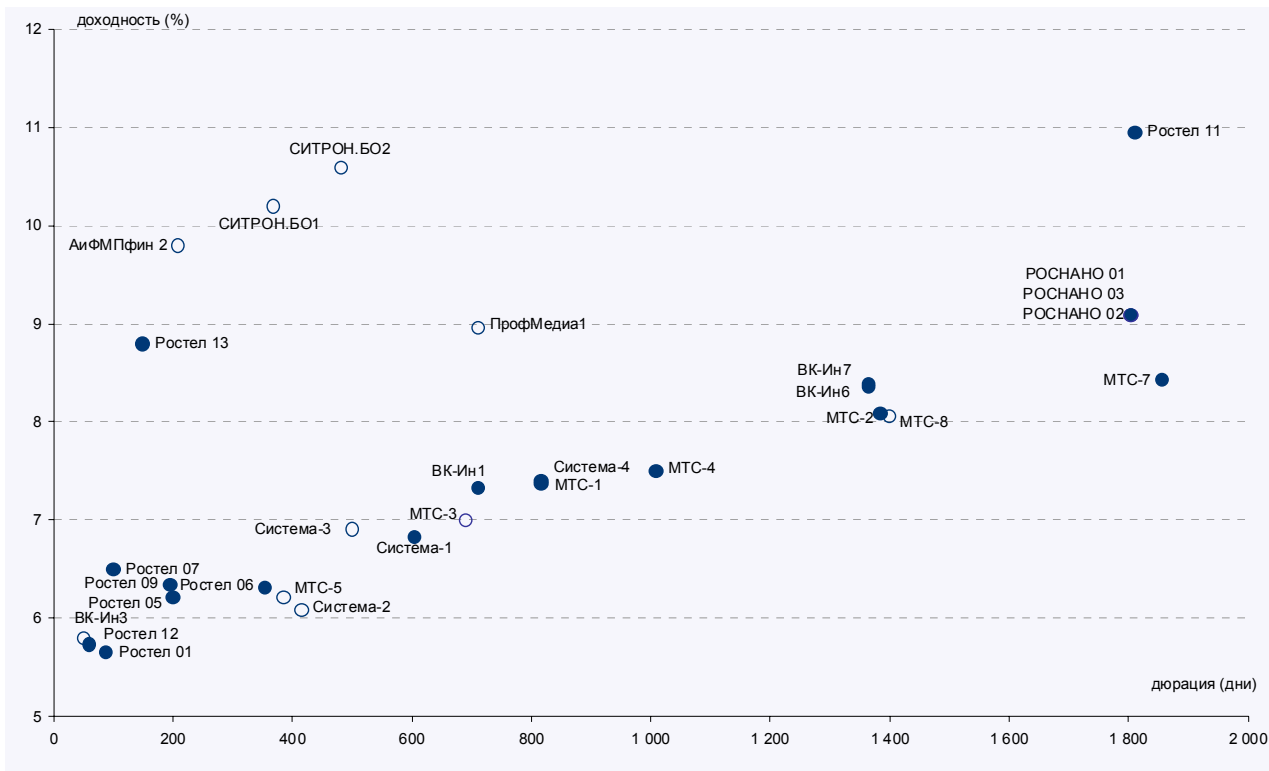
Нефтегазовый сектор, Химия



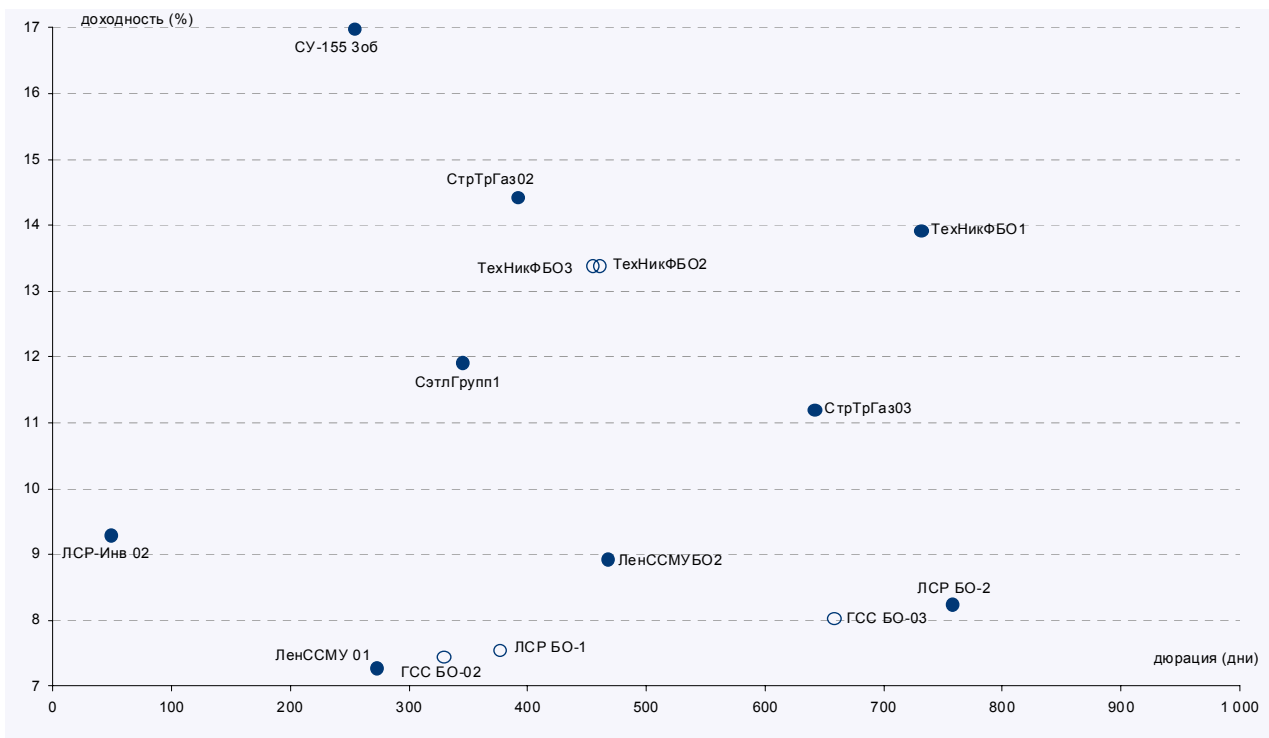
Потребсектор и АПК, Ритейл



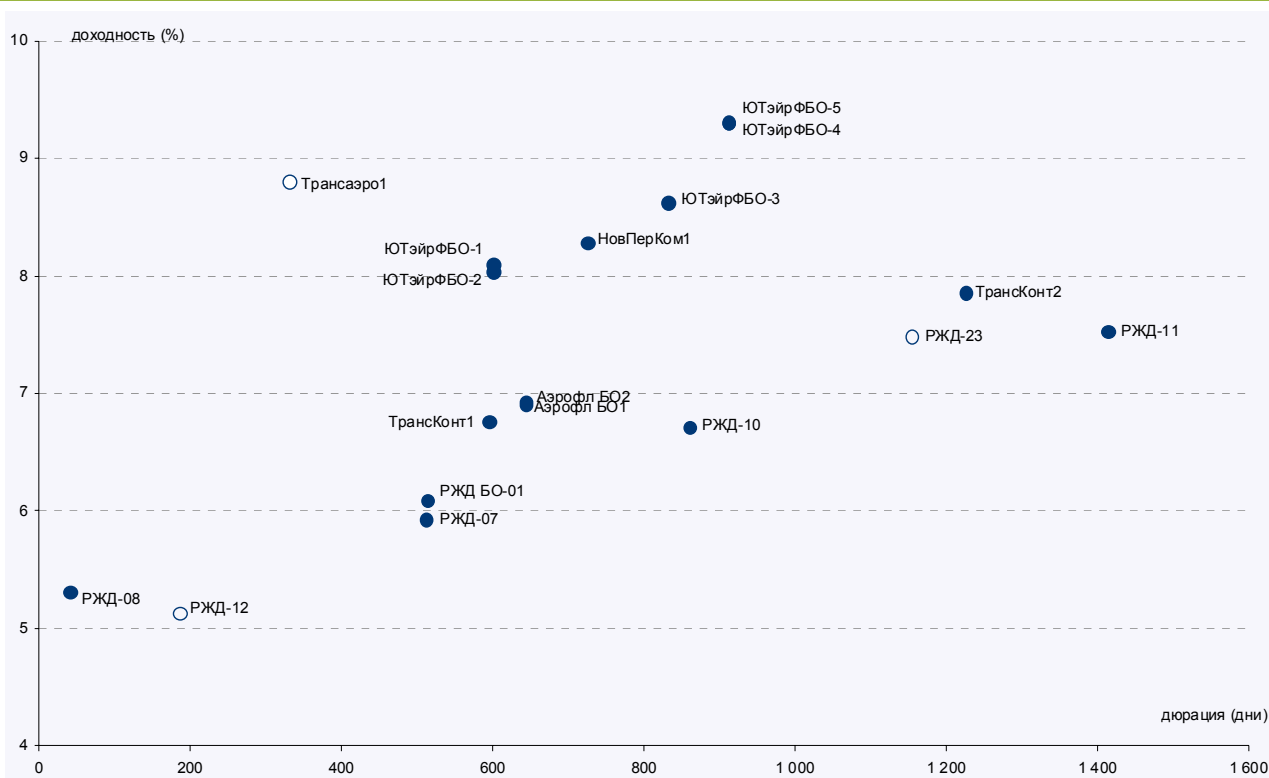
Телекоммуникации, медиа и высокие технологии



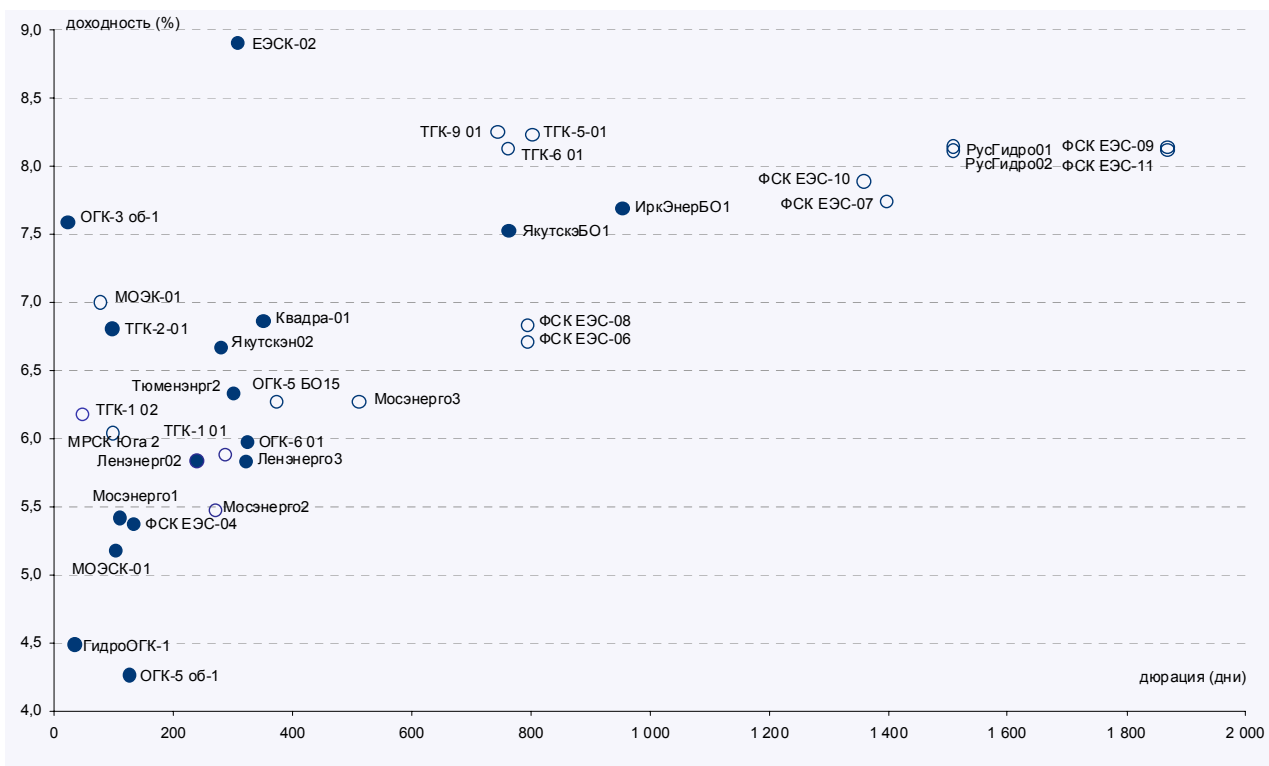
Строительство, девелопмент и стройматериалы



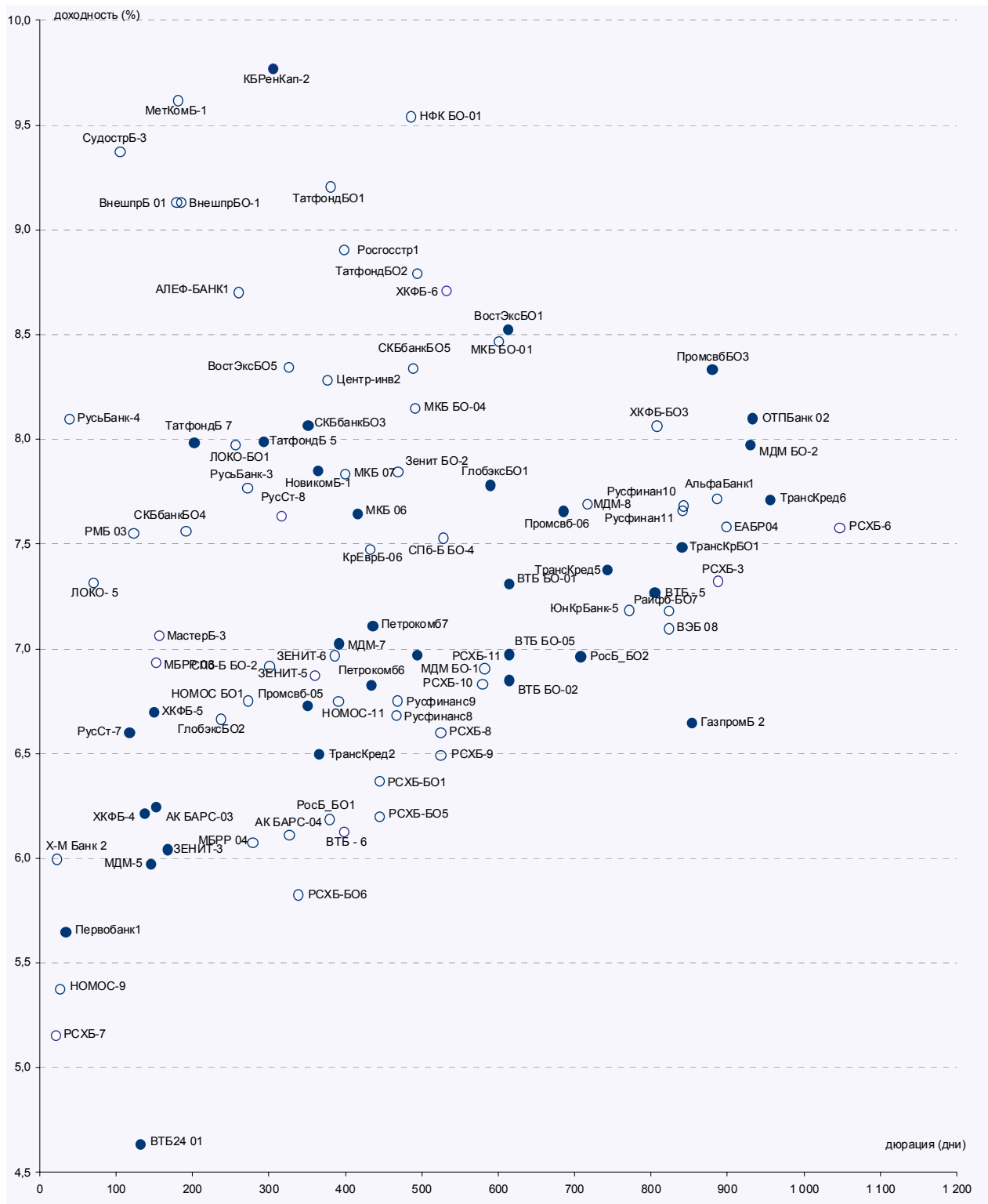
Транспорт



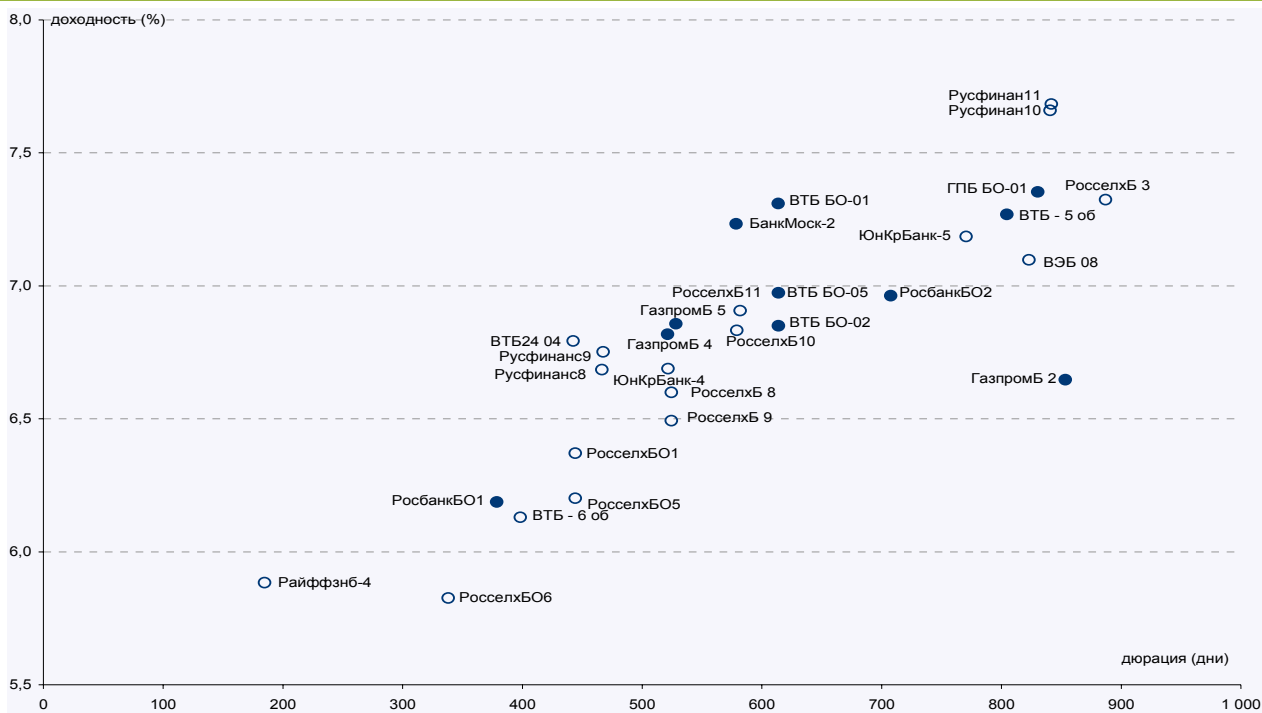
Энергетика



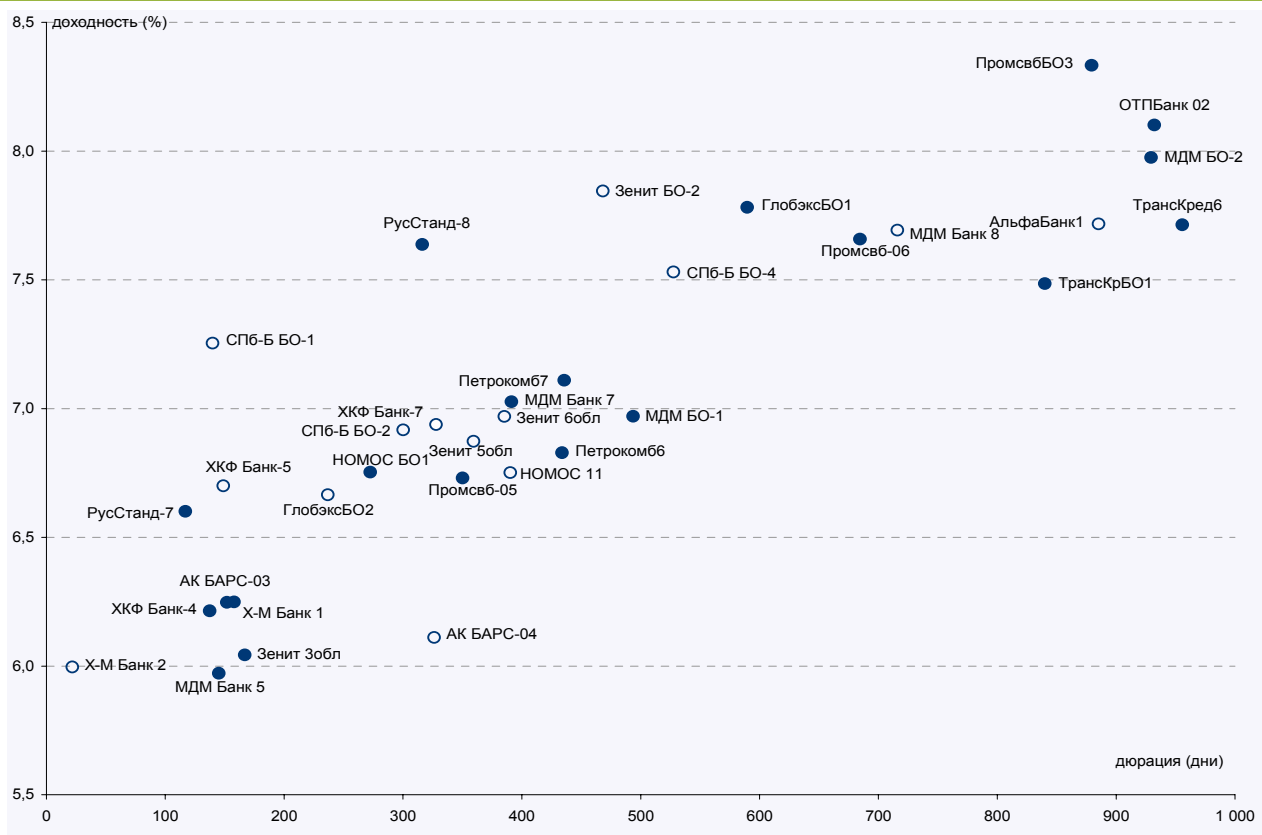
Финансовый сектор



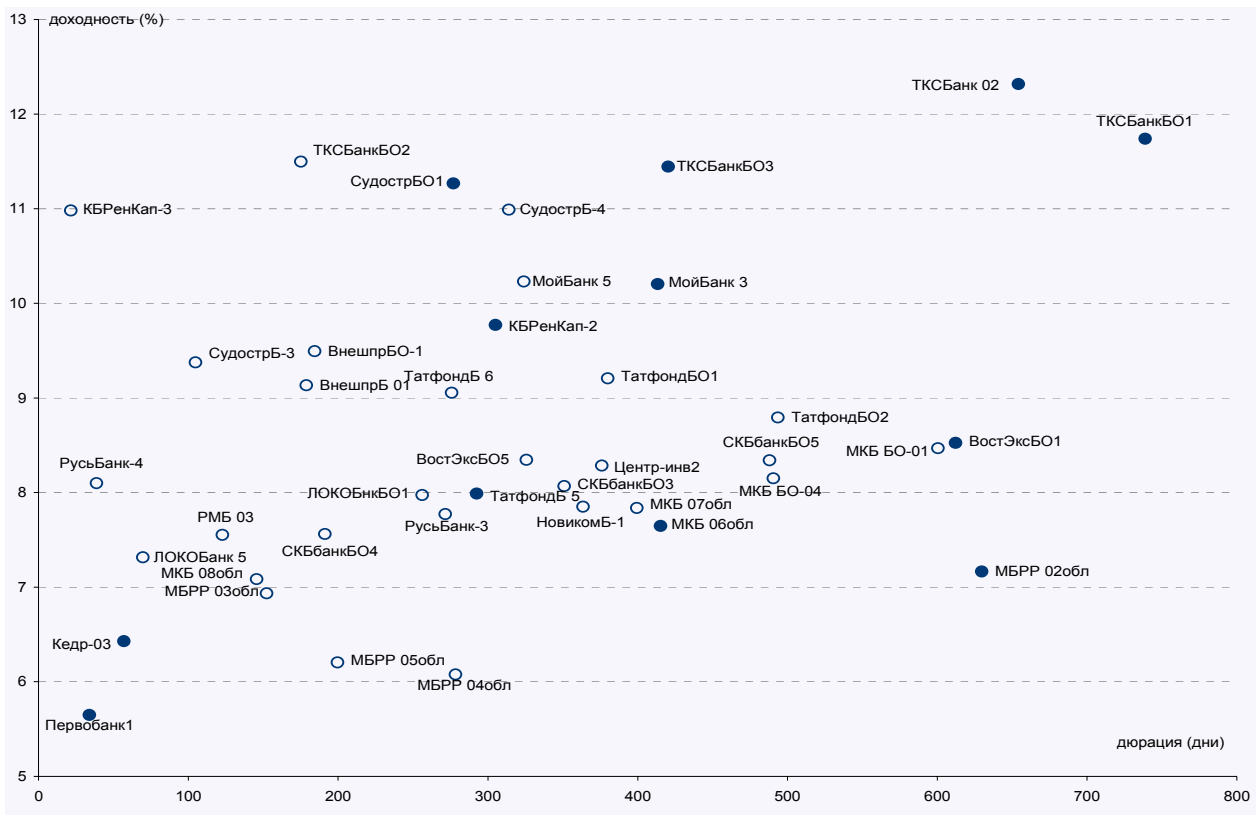
Финансовые организации с международным рейтингом «ВВВ+» – «ВВВ-» / «Ваа1» - «Ваа3»



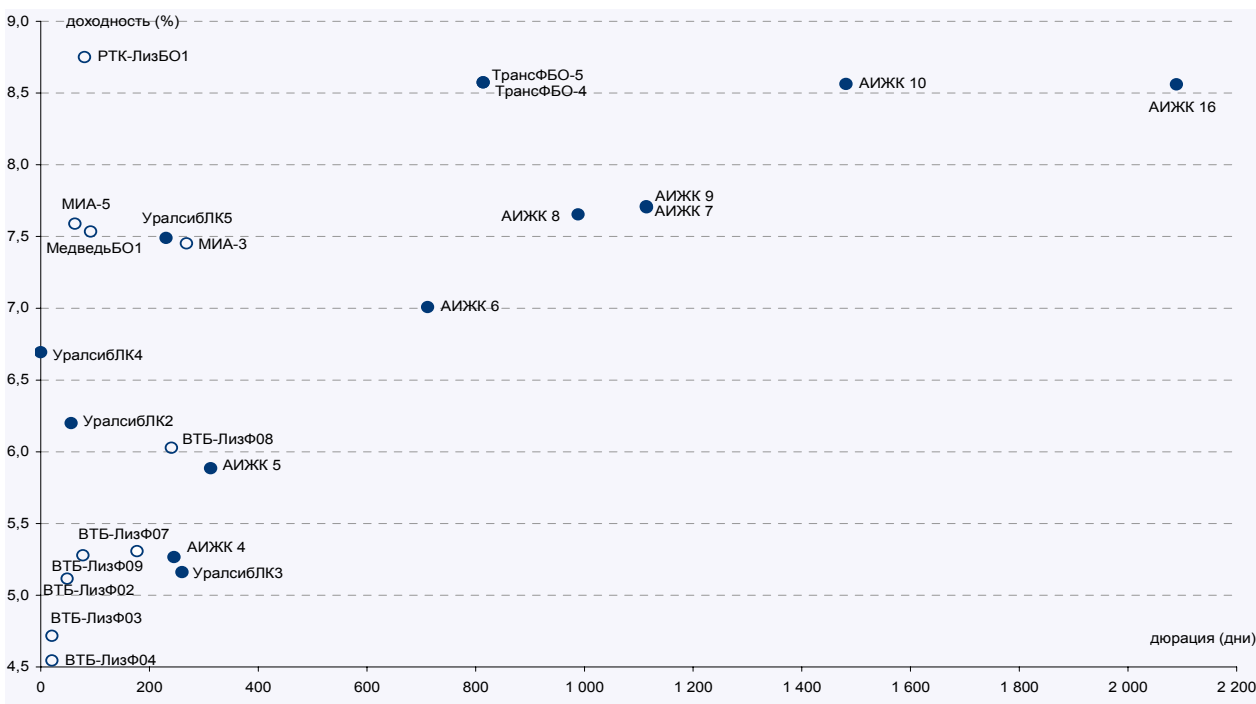
Финансовые организации с международным рейтингом «ВВ+» - «ВВ-» / «Ва1» - «Ва3»



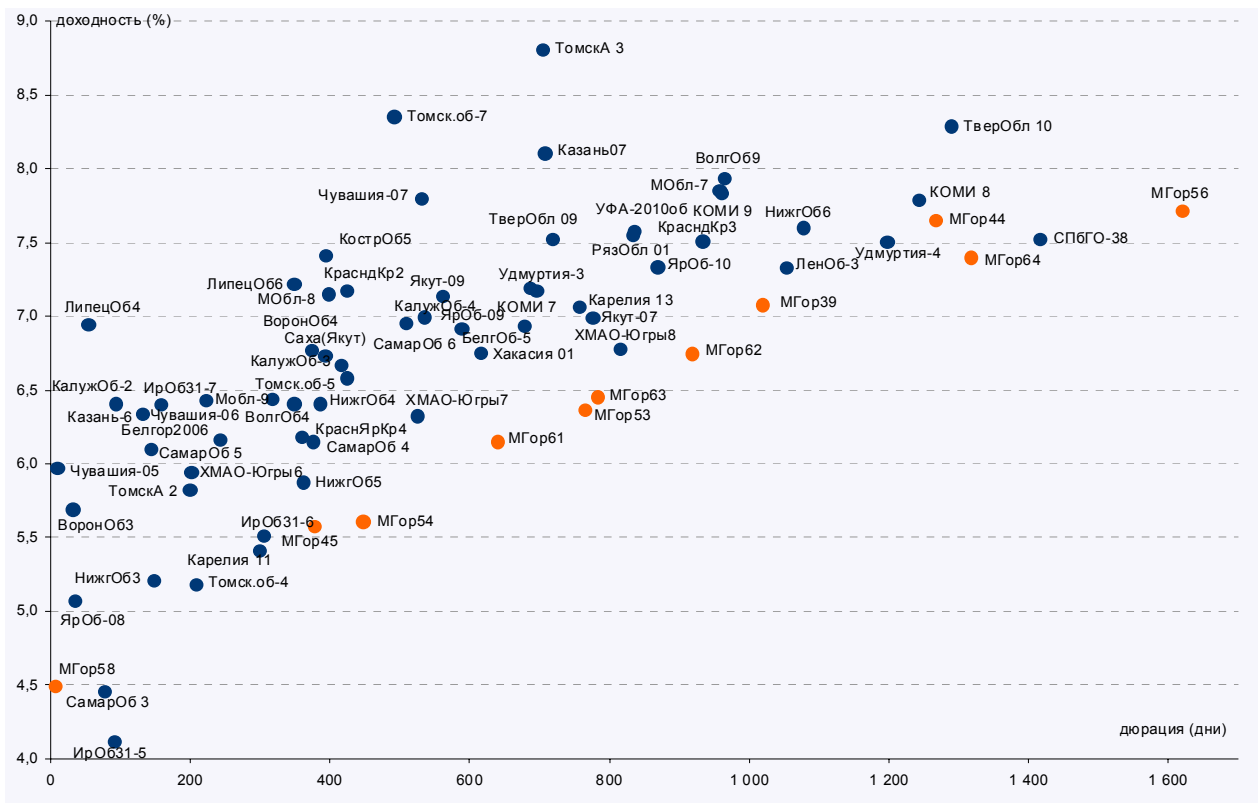
Финансовые организации с международным рейтингом «В+» - «В-» / «В1» - «В3»



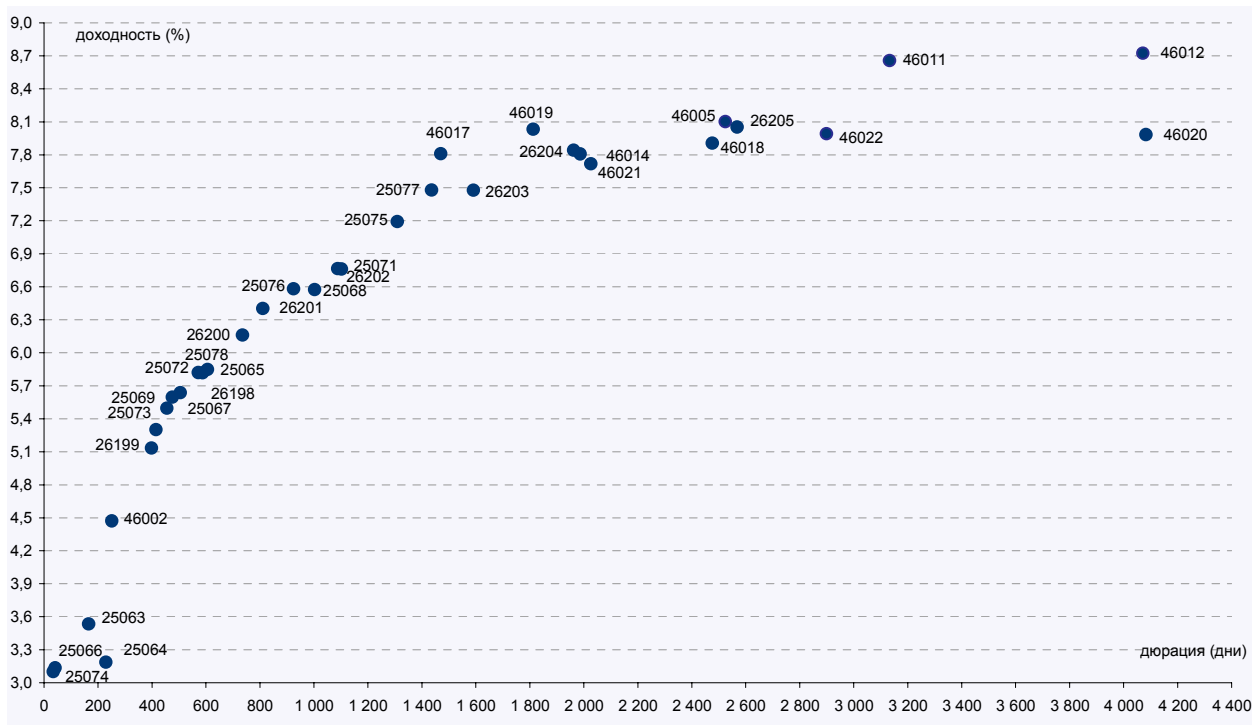
Лизинг и Ипотека



Субфедеральный и суверенный долг



Облигации федерального займа



Контактная информация

НОМОС-БАНК (ОАО)	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5	
Старший Вице-президент	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
Департамент долговых инструментов	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
Директор департамента	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
Аналитика	(495) 797-32-48	research@nomos.ru
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Игорь Нуждин / ext. 3578	nuzhdin_ia@nomos.ru
	Полютов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
	Егоров Алексей / ext. 4426	egorov_avi@nomos.ru
Сопровождение эмиссий	(495) 797-32-48	
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках	(495) 797-32-48	
Директор департамента	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	(495) 797-32-48	
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.