

Долговые и денежные рынки
3 октября 2012 г.

Конъюнктура рынков

Внешние рынки

Глобальные площадки концентрируются на ожиданиях, что выражается довольно сдержанным спросом на риски при попытках укрепить «защитные» позиции. Отсутствие значимых текущих новостей и событий только усугубляет «весомость» предстоящих, в частности, приходящегося на завтра заседания ЕЦБ, а также пятничной статистики по рынку труда.

Российские еврооблигации

Российские евробонды и во вторник оставались на позитивной волне. Спрос преобладал в отношении суверенных бумаг и корпоративных выпусков категории «high yield».

Рублевые облигации

В рублевых облигациях не наблюдается избыточного оптимизма. Неспособность рубля упрочить свои позиции в купе с укрепляющимися ожиданиями очередного повышения ставок ЦБ на ближайшем заседании серьезно ограничивает покупательскую активность – без положительных переоценок даже в ОФЗ.

FX/Rates

В отличие от международных площадок, где вчера сохранялась высокая волатильность, локальные рынки довольно нейтрально реагировали на колебания пары EUR/USD.

Наши ожидания

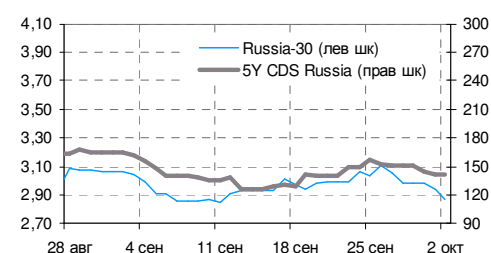
Глобальные площадки концентрируются на ожидании грядущих событий, в частности, завтрашнего заседания ЕЦБ и пятничного отчета по рынку труда. При этом в отношении публикуемых сегодня отчетов об индексе деловой активности в непромышленном секторе ЕС и США преобладают довольно консервативные прогнозы вслед за более слабыми, чем в августе данными из Китая. В части американской статистики внимания также заслуживает отчет от ADP об изменении общей численности рабочих мест в сентябре, который формирует «предварительную» картину того, что может быть опубликовано в пятницу. Вместе с тем, участники рынка все же довольно осторожно, как мы полагаем, отреагируют на отчет ADP в силу того, что практика предоставления им отчетов летом отражала некоторую разницу в оценках с Минтруда США, сегменту российских евробондов будет непросто удержаться на позитивной волне под «натиском» волатильности внешних площадок. Игроки постараются поддерживать преобладающий глобальный тренд.

Для рублевых облигаций центральное событие – аукцион по ОФЗ 26207, где размещение полного объема предложения, как мы полагаем, невозможно без предоставления пусть и

Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	2,87	-8
CDS России	142	-4
MOSPRIME o/n	6,08	10
NDF 3M	6,34	9
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	711,2	50
Остатки на депозитах, млрд руб.	97,8	22
Доллар / рубль (ЦБ), руб	31,08	0,01
Корзина (ЦБ), руб	35,19	0,08

Динамика доходности Russia-30 и CDS России



Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3M	0,35	-0,1
ERIBOR 3M	0,22	-0,3
EUR/USD	1,29	0
UST-10	1,62	0
Германия-10	1,46	1
EFSF-10	2,14	0
Италия - 10	5,02	-5
Испания - 10	5,72	-14
Португалия-10	8,80	-4
CDS 5Y Ирландия	317	1
CDS 5Y Португалия	491	-4
CDS 5Y Италия	341	-6
CDS 5Y Испания	379	0

Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	558,3	-1
iTRAXX CEEMEA 5Y	208,0	-3
iTRAXX SOVX WE 5Y	145,3	1

Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 25075	7,07	0
ОФЗ 26205	7,78	1
ОФЗ 26207	8,20	1
Газпром-11	7,22	-19
РЖД-10	7,38	-319
ФСК-15	8,00	0
MTC-05	8,73	0
ВымпелКом-4	9,26	0
МеталлИнвест-5	9,33	-5
РусалБр-8	14,93	-16
РСХБ-15	8,12	5

Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	6,17	-4
Gazprom-37	5,28	-6
Sberbank-21	4,48	-9
AlfaBank-21	6,63	-10
Evraz-18	6,49	-13
Vimpel-22	6,62	-10
TNK-BP-18	3,46	0

минимальной, но все же премии, то есть по верхней границе индикатива – 8,23% годовых.

Сегодняшний день, скорее всего, также будет отражать высокий уровень волатильности на валютных площадках. При этом, маловероятно, что рублю удастся сдерживать воздействие внешнего фона два дня подряд.

Главные новости

ЦБ может вновь повысить ставки в конце недели.

В преддверие заседания ЦБ 5 октября первый зампред Банка России А.Улюкаев намекнул на возможное повышение ставок.

Банк Интеза (Ba1/-/-): первичное предложение.

Мы рекомендуем участи в более коротком выпуске – с офертой через 1,5 года с доходностью от 10% годовых, что означает премию к обращающимся выпускам Русфинанс банка (Ba1/-/BBV+) от 30 б.п..

Мечел (B1/-/-): публикует слабые результаты за 1 полугодие 2012 года.

Опубликованная отчетность в очередной раз подтверждает необходимую осторожность в отношении бумаг Мечела, даже учитывая, что по ряду выпусков доходность приблизилась к отметке 14% годовых.

Выпуск Чувашии (Ba2/-/BBV+) серии 34009 включен в Ломбард ЦБ.

Событие позитивное для бондов республики и может несколько улучшить ситуацию с ликвидностью выпуска. Возможный апсайд по бумаге – до 25 б.п.

Синергия: отчетность за 1 пол. 2012 год по МСФО.

Компания показала хорошую динамику выручки за счет активной экспансии на водочном рынке, «пожертвовав» прибыльностью бизнеса. Долговая нагрузка усилилась, но осталась на умеренном уровне. В начале октября компании предстоит пройти оферту по выпуску БО-01 объемом 3 млрд руб.

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

Глобальные площадки концентрируются на ожиданиях, что выражается довольно сдержанным спросом на риски при попытках укрепить «защитные» позиции. Отсутствие значимых текущих новостей и событий только усугубляет «весомость» предстоящих, в частности, приходящегося на завтра заседания ЕЦБ, а также пятничной статистики по рынку труда.

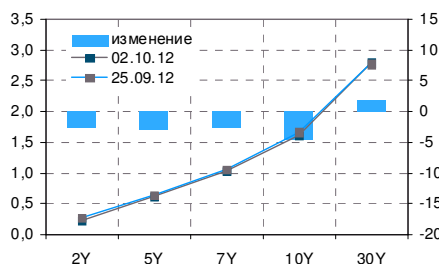
Динамика глобальных площадок вчера складывалась весьма неоднородной - инвесторы были лишены каких-либо серьезных «навигаторов» в виде макроотчетов или иных значимых для рынка новостей. Пожалуй, единственным влияющим на рынок событием стало заявление премьер-министра Испании о том, что в настоящий момент страна не собирается обращаться за финансовой помощью. Участники рынка восприняли это негативно, ведь еще недавно появившаяся в СМИ информация о «готовности» Мадрида принять финансовую поддержку от ЕЦБ способствовала спросу на национальные гособлигации и рискованные активы в целом. На наш взгляд, рынок все еще ждет обращения Испании за финансовой поддержкой к европейскому регулятору, так как это может стать прецедентом, и примеру Мадрида могут последовать другие страны. Вместе с тем, за вчерашний день доходность испанских 10-летних гособлигаций прибавила 14 б.п. до 5,72% годовых (не исключаем, что такое увеличение доходности было и при дополнительном давлении ожидания завтрашних испанских аукционов по размещению облигаций с погашением в 2014, 2015 и 2017 годах). Также негативно участники рынка были настроены в отношении госдолга Италии – доходность ее 10-летних бумаг прибавила 5 б.п. до 5,02% годовых. В то же время не было зафиксированного какого-то избыточного ажиотажа в немецких Bundes-10 – их доходность осталась на уровне 1,46% годовых.

На американских площадках также не наблюдалось активного спроса в отношении рискованных активов, похоже, для инвесторов предпочтительнее дождаться пятничной статистики по рынку труда. В связи с чем сохраняется довольно стабильный спрос на «защитные» UST – доходность 10-летних treasuries вчера осталась на отметке 1,62% годовых. Отметим, что с началом азиатских торгов сегодня укрепляется спрос на UST после публикации более слабого, чем в августе отчета об уровне деловой активности непромышленного сектора. С учетом того, что прогнозы в отношении публикуемых европейских аналогичных индикаторов также весьма консервативны, спрос на «защитные» инструменты сегодня будет укрепляться.

Волатильность на международных площадках не утихает. Вместе с тем, если ранее для этого были очевидные поводы в виде публикации статистических данных, то вчера инвесторы скорее руководствовались другим принципами. Так, торги во вторник проходили при скупом информационном фоне и новости из Испании были основным триггером для динамики евро. Пара EUR/USD, демонстрировавшая рост в рамках европейской сессии, к середине торгов на американских площадках смогла достигнуть значения 1,2969х – максимального с начала текущей недели. Примечательно, что инвесторы, по всей видимости, оказались не готовы к подобным уровням, вследствие чего на рынке начался активный «сброс» европейской валюты. По итогам дня пара EUR/USD снизилась до значения 1,2914х. При этом ослабление позиций европейской валюты продолжается и сегодня.

*Ольга Ефремова
Алексей Егоров*

Кривая доходности гособлигаций США



Российские еврооблигации

Российские евробонды и во вторник оставались на позитивной волне. Спрос преобладал в отношении суверенных бумаг и корпоративных выпусков категории «high yield».

В ходе вчерашних торгов позитивный настрой игроков сегмента российских еврооблигаций сохранялся довольно высоким, продвигая котировки к новым максимумам. Природа такого оптимизма сложно объяснима, в силу того, что внешний фон сохраняется довольно напряженным, и уверенным спрос на риск на глобальных площадках не назовешь. Вместе с тем, лояльность инвесторов к российским долговым активам, характеризующихся довольно привлекательными доходностями на фоне зарубежных аналогов, сохраняется. При этом основной спрос вчера можно было наблюдать в суверенном сегменте, который, вероятно, отыгрывал факт снижения доходностей UST при относительной стабильности рыночной премии за риски России, а также в бумагах категории «high yield», где сохраняются весьма «аппетитные» на общем фоне доходности.

Так, по суверенным Russia-30 котировки в течение дня продвинулись от 126,625% (YTM 2,93%) до 127,0% (YTM 2,87%). Таким образом, был зафиксирован очередной исторический ценовой максимум по «бенчмарку». В этом же «тренде» находились и бумаги Russia-42: несмотря на довольно ограниченное количество сделок, котировки бумаг росли от 121,0% (YTM 4,35%) до 121,5% (YTM 4,33%).

В негосударственном секторе «лучше рынка» были бумаги ВымпелКома и Евраза, а также Металлоинвеста, которые дорожали в течение дня в диапазоне 50-75 б.п. В лидерах роста – Vimpel-22, прибавлявший порядка 1% в цене и его доходность составляет 6,62% годовых, а Z-спред сузился до 516 б.п.

Кроме того, покупателям были интересны длинные бумаги ВТБ и Сбербанка – здесь рост котировок также был на уровне 50-75 б.п. Отметим, что в «первом эшелоне» в лидерах ценового роста выпуск Gazprom-37, подорожавший вчера на 1% (YTM 5,28%).

Можно говорить, что в целом по рынку преобладала довольно комфортная конъюнктура, обеспечивающая бумагам по итогам сделок положительные переоценки в пределах 25 б.п. – подобным образом складывалась ценовая динамика бумаг НЛМК, Газпром нефти, РЖД, Лукойла, Газпрома.

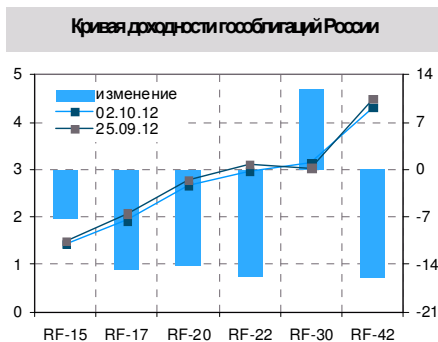
Отметим, что сохраняющаяся довольно благоприятной рыночная обстановка служит триггером для продолжающегося потока первичных размещений. Так, в дополнение к Северстали, которая находится на финальной стадии road show, завершающегося 3 октября, добавился Банк Русский Стандарт, намеревающийся предложить инвесторам в ближайшее время свои субординированные евробонды в долларах на срок порядка 5,5 лет при доходности «выше 10% годовых». Более точные параметры сделки пока не известны, судя по всему, они сформируются в зависимости от итогов начавшегося пре-маркетинга.

Ольга Ефремова

Рублевые облигации

В рублевых облигациях не наблюдается избыточного оптимизма. Неспособность рубля упрочить свои позиции вкупе с укрепляющимися ожиданиями очередного повышения ставок ЦБ на ближайшем заседании серьезно ограничивает покупательскую активность – без положительных переоценок даже в ОФЗ.

Вчера рублевый сегмент сохранял довольно «депрессивный» настрой. Покупательскую активность серьезно ограничивает неспособность рубля закрепиться ниже отметки 31 руб. при довольно комфортной конъюнктуре нефтяных цен. Кроме того, последние заявления со



стороны представителей ЦБ о возможном повышении ставок уже на ближайшем заседании Совета директоров Банка России существенно укрепляют опасения возможного роста доходностей, и желание зафиксироваться преобладает. Кроме того, в преддверии сегодняшнего аукциона по ОФЗ 26207 инвесторы в очередной раз предприняли попытку обозначить «справедливую», по их мнению, доходность для самого длинного из ликвидных выпусков. Так, по итогам вчерашнего дня доходность по ОФЗ 26207 подросла до 8,2% против 8,18% годовых в пятницу. Вместе с тем, индикатив доходности, предложенный Минфином (8,18% - 8,23% годовых), «обещает» участникам рынка пусть и не большую, но все же премию, что может поддержать спрос при размещении. Вместе с тем, набрать покупателей на все 25 млрд руб., как мы полагаем, может быть не так уж и просто. Размещение всего предложения, на наш взгляд, возможно лишь при доходности, соответствующей верхней границе индикатива – 8,23% годовых.

В целом по сегменту ОФЗ отрицательные переоценки были в диапазоне 5 - 25 б.п. На общем фоне выделялась серия 26209, где средневзвешенные котировки вчера прибавили 20 б.п.

В корпоративном сегменте без существенных перемен – отсутствие ликвидности вторичного сегмента продолжает выражаться преимущественно через отрицательные переоценки. Вчера они варьировались в диапазоне 15-50 б.п. В «фокусе» по-прежнему первичное предложение.

Ольга Ефремова

Forex/Rates

В отличие от международных площадок, где вчера сохранялась высокая волатильность, локальные рынки довольно нейтрально реагировали на колебания пары EUR/USD.

Скупой информационный фон, а также отсутствие принципиального изменения внешней конъюнктуры вчера удерживали рубль приблизительно на одном и том же уровне. При открытии торгов национальная валюта продемонстрировала небольшое ослабление позиции. Курс доллара при этом составлял 31,11 руб., а стоимость бивалютной корзины - 35,18 руб. Впоследствии, рублю удалось несущественно укрепиться. Тем не менее, на сырьевых площадках, оказывающих на национальную валюту сильное воздействие, отсутствовала ярко выраженная динамика, что ограничивало потенциал дальнейшего укрепления рубля.

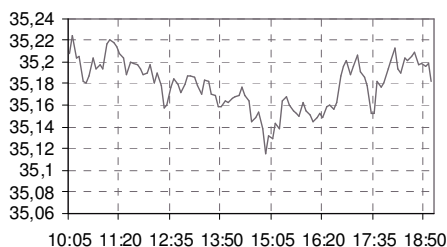
На денежном рынке наблюдается снижение спроса на ресурсы ЦБ. Впервые за последние четыре недели объем спроса на аукционе семидневного РЕПО не превысил 1 трлн руб., а составил 897 млрд руб. Кроме того, уменьшился интерес на однодневные ресурсы. Вместе с тем, остатки на корсчетах и депозитах в ЦБ увеличились на 73 млрд руб., до 809 млрд руб. Примечательно, что даже при снижении спроса на ресурсы ЦБ ставки денежного рынка выросли. Так, MosPrime o/n вновь превысила 6%, составив 6,08%. Сегодня кредитным организациям предстоит вернуть ЦБ 107 млрд руб. от образовавшегося сальдо после аукциона семидневного прямого РЕПО. На фоне чего вполне логично ожидать сохранения роста стоимости ресурсов.

Алексей Егоров

Наши ожидания

Глобальные площадки концентрируются на ожидании грядущих событий, в частности, завтрашнего заседания ЕЦБ и пятничного отчета по рынку труда. При этом в отношении публикуемых сегодня отчетов об индексе деловой активности в непромышленном секторе ЕС и США преобладают довольно консервативные прогнозы вслед за более слабыми, чем в августе данными из Китая. В части американской

Динамика бивалютной корзины



статистики внимания также заслуживает отчет от ADP об изменении общей численности рабочих мест в сентябре, который формирует «предварительную» картину того, что может быть опубликовано в пятницу. Вместе с тем, участники рынка все же довольно осторожно, как мы полагаем, отреагируют на отчет ADP в силу того, что практика предоставления им отчетов летом отражала некоторую разницу в оценках с Минтруда США,

Сегменту российских евробондов будет непросто удержаться на позитивной волне под «натиском» волатильности внешних площадок. Игроки постараются поддерживать преобладающий глобальный тренд.

Для рублевых облигаций центральное событие – аукцион по ОФЗ 26207, где размещение полного объема предложения, как мы полагаем, невозможно без предоставления пусть и минимальной, но все же премии, то есть по верхней границе индикатива – 8,23% годовых.

Сегодняшний день, скорее всего, также будет отражать высокий уровень волатильности на валютных площадках. При этом, маловероятно, что рублю удастся сдерживать воздействие внешнего фона два дня подряд.

Ольга Ефремова

Алексей Егоров

Календарь событий

Долговой рынок

- 03 октября Размещение ОФЗ серии 26207 на 25 млрд руб.
05 октября Размещение: ФК ОТКРЫТИЕ, 03

Внешний долговой рынок

- 4 октября Размещение гособлигаций Испании с погашением в 2014, 2015 и 2017 годах.
Размещение гособлигаций Франции с погашением в 2018, 2022 и 2041 годах.

Макроэкономические события

- 3 октября ЕС: финальные PMI в сфере услуг в Германии, Франции, Италии, ЕС в целом; розничные продажи в августе
США: индекс запросов на ипотечное кредитование; индекс деловой активности в непроизводственном секторе за сентябрь, изменение количества рабочих мест в частном секторе от ADP в сентябре.
- 4 октября **Заседание ЕЦБ - решение по базовой ставке.**
США: недельная статистика по безработице, число объявленных корпоративных увольнений за сентябрь; объем фабричных заказов в августе, публикация протокола предыдущего заседания FOMC.
- 5 октября **Заседание совета директоров ЦБ по вопросу процентных ставок.**
Япония: заседание Банка Японии, решение по базовой ставке, заявления по монетарной политике, индекс опережающих экономических индикаторов за август.
ЕС: финальный ВВП по ЕС за 2 квартал 2012 года, объем промышленных заказов в Германии за август.
США: статистика рынка труда в сентябре, уровень безработицы в сентябре, объемы потребительского кредитования в августе.

Денежный рынок

- 5 октября Возврат Казначейству 4,58 млрд руб. с депозитов (30 авг/6,58%)

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Новости коротко

Макроновости

- Согласно данным Федерального Казначейства, в аукционе по размещению средства бюджета на банковские депозиты в объеме 25 млрд руб., проходившем на СПВБ приняли участие 5 кредитных организаций, подавшие заявки на 34,6 млрд руб. Процентная ставка отсеечения составила 6,2% годовых. Средневзвешенная процентная ставка размещения составила 6,24% годовых, при этом диапазон в направленных заявках составлял от 6,2% до 6,6% годовых. Всего было удовлетворены заявки 5 банков на 25 млрд руб. Средства размещаются сроком на 28 дней. Дата внесения средств - 3 октября 2012 года, дата возврата средств - 31 октября 2012 года.

Долговые рынки

- Для сегодняшнего аукциона по **ОФЗ 26207** на сумму 25 млрд руб. индикативная доходность, предложенная Минфином составляет 8,18-8,23% годовых.

Главные новости

ЦБ может вновь повысить ставки в конце недели.

В преддверие заседания ЦБ 5 октября первый зампред Банка России А.Улюкаев намекнул на возможное повышение ставок.

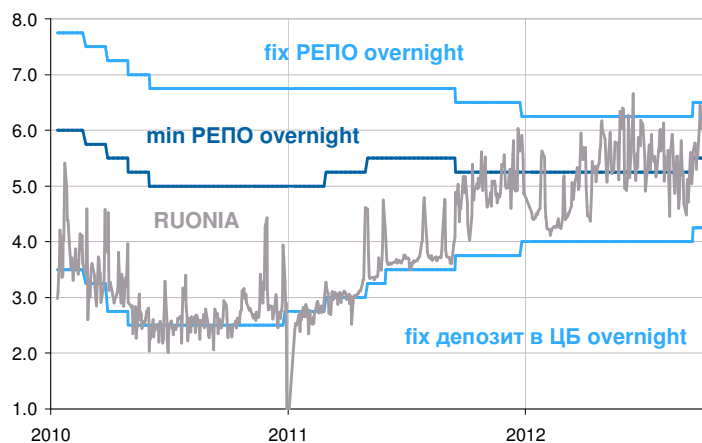
Событие. 5 октября состоится заседание Совета директоров Банка России по процентным ставкам. В преддверие этого заседания первый зампред ЦБ А.Улюкаев заявил, что ставки могут быть как повышены, так и оставлены без изменений. А.Улюкаев также сообщил, что в будущем Банк России не исключает сужение коридора процентных ставок.

Комментарий. Как мы отмечали ранее, повышение ставок 13 сентября было продиктовано стремлением монетарных властей охладить кредитный бум, наблюдающийся в секторе кредитования населения. Банки оперативно отреагировали на это решение ЦБ. Так Сбербанк практически сразу же объявил о повышении ставок по беззалоговым кредитам на 2 п.п., а в начале этой недели повысил ставки по автокредитам на 1.5 п.п., ставки по ипотеке – на 0.5 п.п. В то же время у нас пока нет статистики за сентябрь, которая могла бы показать изменение кредитной активности банков после повышения ставок ЦБ. Не исключено, что монетарные власти предпочтут взять паузу в процессе ужесточения кредитно-денежной политики и посмотреть, как их последнее решение сказалось на динамике кредита.

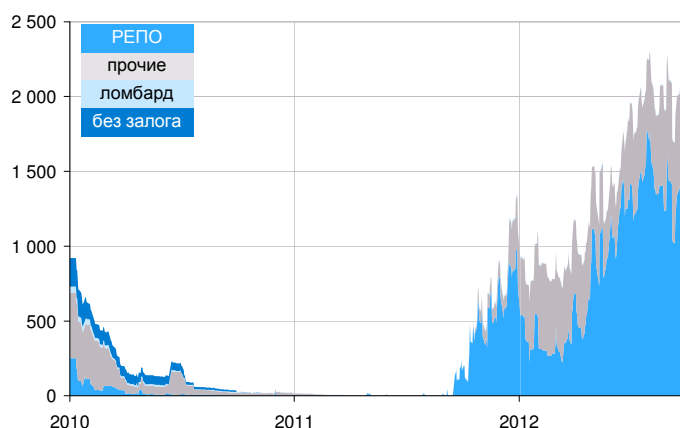
Заявление А. Улюкаева не даёт явного сигнала рынку относительно дальнейших действий ЦБ, хотя прозвучавший в его заявлении пассаж о том, что «инфляционные риски в РФ выше, чем риски замедления экономики», можно расценивать как намёк на готовность ЦБ и дальше повышать ставки. Мы оцениваем вероятность повышения ставок на ближайшем заседании ЦБ как 55/45.

Из других интересных заявлений А.Улюкаева стоит отметить подтверждение готовности монетарных властей и дальше наращивать объем кредитования банковского сектора вне зависимости от того, какой окажется экономическая динамика. По словам А.Улюкаева, сейчас валовая задолженность банков перед ЦБ составляет около 3 трлн. рублей и может быть увеличена до 6-7 трлн. А.Улюкаев считает, что ЦБ имеет сравнительно небольшой баланс, и не видит больших рисков в его расширении. На наш взгляд, расширение баланса ЦБ соответствует задаче перехода к политике инфляционного таргетирования, т.к. в этом случае эффективность процентной политики ЦБ будет увеличиваться – иными словами, ЦБ будет легче управлять общим уровнем ставок в экономике посредством регулирования ставок денежного рынка. Готовность ЦБ существенно расширять баланс повышает уверенность участников рынка в стабильности money market.

Ставки денежного рынка



Задолженность банков перед ЦБ



Источники: Банк России, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Кирилл Тремасов

Банк Интеза (Ba1/-/-): первичное предложение.

Мы рекомендуем участи в более коротком выпуске – с офертой через 1,5 года с доходностью от 10% годовых, что означает премию к обращающимся выпускам Русфинанс банка (Ba1/-/BBB+) от 30 б.п..

Событие. Банк Интеза планирует 9 октября начать сбор заявок инвесторов на облигации серии БО-01 объемом 3 млрд руб. Закрытие книги заявок – 10 октября. Ориентир по ставке купона при 1,5-годовой оферте составляет 9,5-10,0% (УТР 9,73-10,25%), при 2-летней оферте – 9,75-10,25% (УТР 9,99-10,51%)/

Комментарий. Последний раз банк выходил на рынок в апреле текущего года с займом серии 03 объемом 5 млрд руб. Тогда доходность сложилась на уровне 9,2% к 1,5-летней оферте.

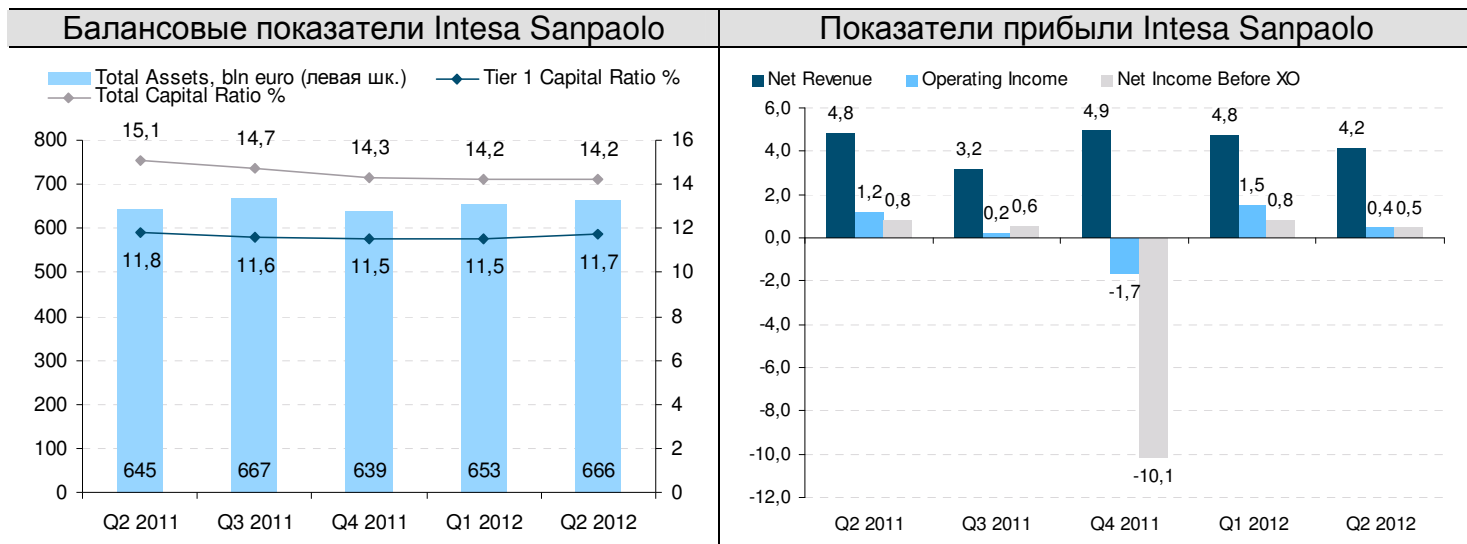
После этого агентство Moody's понизило рейтинги итальянских банков (см. наш обзор от 15 мая http://www.nomos.ru/upload/iblock/43a/NOMOS_daily_debt_markets_15_05_2012.pdf), в частности по Intesa Sanpaolo (Baa2/BBB+/A-) – в мае с «A2» до «A3», в июне – до «Baa2». Вслед за чем последовали действия и в отношении дочерних российских банков (см. наш обзор 17 мая http://www.nomos.ru/upload/iblock/79a/NOMOS_daily_debt_markets_17_05_2012.pdf). В результате, оценки Банка Интеза были снижены на 1 ступень до текущего «Ba1».

Подробно бизнес Intesa Sanpaolo и российской дочки Банк Интеза мы рассматривали в своем обзоре к предыдущему размещению от 21 марта 2012 года (<http://bonds.finam.ru/comments/item24DEB/rqdate7DC0315/default.asp>). Отметим

только еще раз, что при активах материнской структуры в 666 млрд евро на конец 2 квартала текущего года размеры активов российского бизнеса (менее 2 млрд евро) смотрятся более чем скромно. При этом российский банк зависим от фондирования со стороны материнской структуры, поэтому общая ситуация в Европе и стагнация развития Intesa Sanpaolo привели к тому, что и Банк Интеза сейчас сфокусирован на удержании качества активов и генерации прибыли, а не на поддержании среднеотраслевых темпов роста. В текущем году мы наблюдали сокращение активов кредитной организации на 12% до 75 млрд руб. В качестве положительного момента отметим, что оба банка демонстрируют высокий уровень достаточности капитала, при этом списания в материнском банке, аналогичные 4 кварталу прошлого года, пока больше не повторялись.

Что касается нового выпуска, то на текущих уровнях торгуются бумаги других дочек банков-нерезидентов: Райффайзенбанка (Baa3/BBB/BBB+), ЮниКредит Банка (-/BBB/BBB+), Росбанка (Baa3/-/BBB+), Русфинанс Банка (Ba1/-/BBB+) и Банка ДельтаКредит (Ba2/-/-). Для сравнения, у их материнских структур рейтинги сейчас находятся на уровнях: Raiffeisen Bank (A2/A/A), UniCredit (Baa2/BBB+/A-) и Societe Generale (A2/A/A+). Таким образом, рейтинги Intesa Sanpaolo находятся на уровне другого итальянского банка – UniCredit, а по масштабам бизнеса Intesa стоит между Raiffeisen Bank и группами UniCredit и SG.

Отметим, что Банк Интеза по своему выпуску предлагает премию к перечисленным банкам, причем довольно приличную: от 30 до 180 б.п. В качестве положительного момента отметим, что уже обращающийся выпуск эмитента серии 03 торгуется около номинала, то есть с доходностью 9,2% к оферте в октябре 2013 года. Однако ради справедливости стоит отметить, что выпуск Банка Интеза, хотя и вошел в перечень РЕПО с ЦБ (дисконт 17,5%), не отличается ликвидностью, поэтому данные уровни не очень показательны. На наш взгляд, интересным представляется участие в займе с 1,5-летней офертой с доходностью от 10% годовых, то есть с премией к Русфинанс банку (52 место по активам, Интеза – 58 место по активам на 1 июля 2012 года), обладающему аналогичным рейтингом, порядка 30 б.п.



Источник: данные Bloomberg

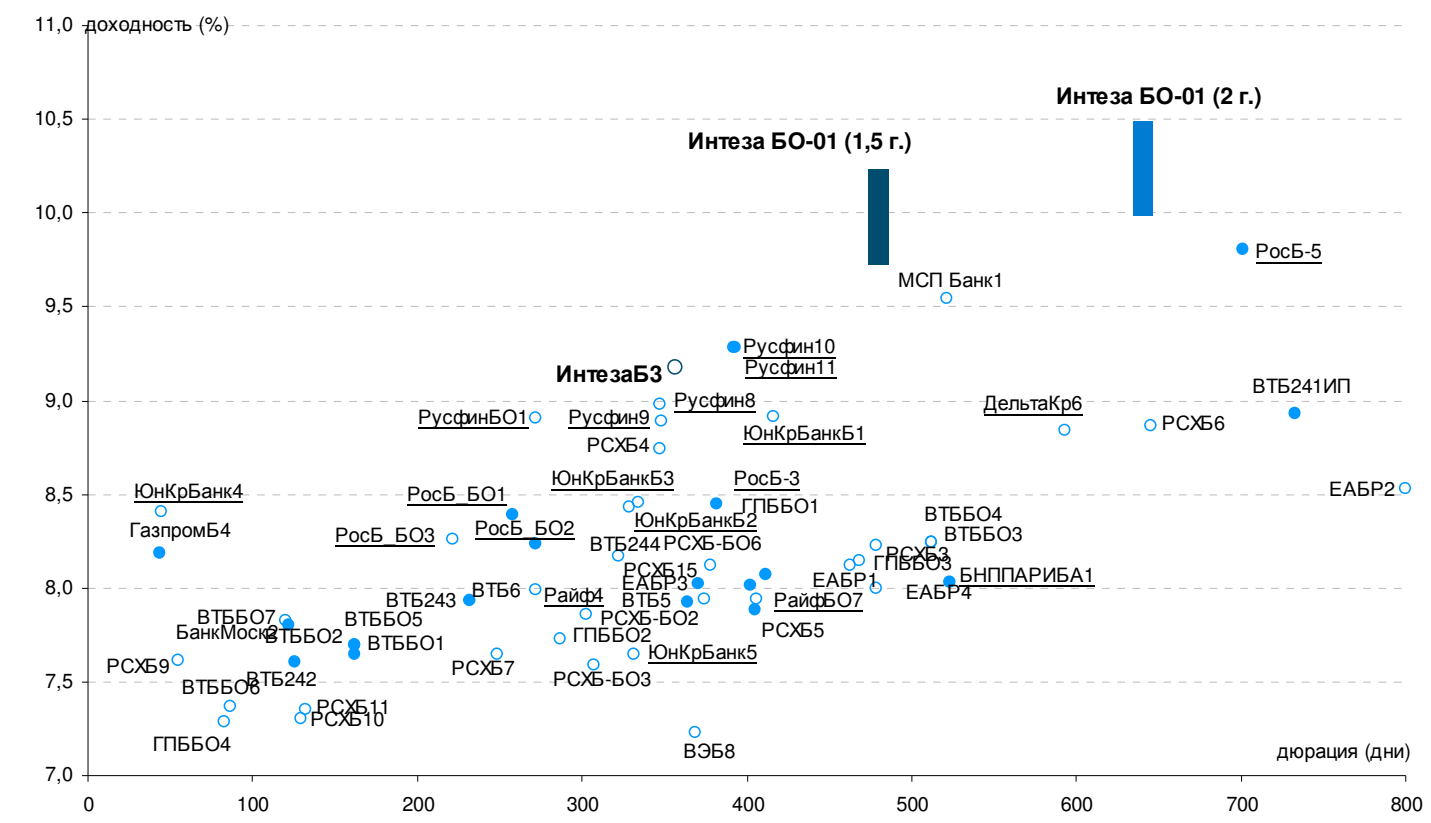
Финансовые показатели Банка Интеза по РСБУ

млн руб.	1 янв 11	1 сен 11	1 янв 12	1 июл 12	1 сен 12
Капитал (134 ф)	11 614	12 306	12 007	12 651	12 695
H1	15,21	14,64	14,69	16,13	15,80
Активы	80 737	88 906	85 030	82 714	75 147
Денежные средства и драгметаллы	639	772	738	790	752
Доля в активах	1%	1%	1%	1%	1%
МБК (размещенные средства)	12 777	11 759	16 888	20 390	14 024
МБК - расчеты	4 385	3 252	2 950	3 754	3 903
МБК - размещенные средства	0	0	0	0	0
МБК - остальное	8 392	8 507	13 938	16 636	10 121
МБК в активах	15,8%	13,2%	19,9%	24,7%	18,7%
Кредитный портфель (gross)	64 121	74 818	67 667	60 831	60 293
Уровень просрочки	8,1%	9,1%	10,8%	9,4%	9,5%
Покрытие просрочки резервами	130,8%	113,3%	118,2%	122,6%	122,5%
Кредиты физлиц	34,5%	29,9%	32,0%	32,2%	33,2%
Кредиты/Клиентские средства	3,7	4,2	3,5	3,5	3,9
Доля в активах	71,0%	75,5%	69,4%	65,1%	70,9%
Операции с ценными бумагами	4 380	4 091	3 371	3 314	3 068
Доля в активах	5,4%	4,6%	4,0%	4,0%	4,1%
Капитал*	11 034	11 372	11 334	11 678	11 678
Доля в активах	13,7%	12,8%	13,3%	14,1%	15,5%
МБК (привлеченные средства)	36 576	38 292	37 768	31 462	26 107
Доля в активах	45,3%	43,1%	44,4%	38,0%	34,7%
Средства клиентов	17 487	17 659	19 584	17 604	15 399
Доля в активах	21,7%	19,9%	23,0%	21,3%	20,5%
Выпущенные ценные бумаги	19	10	0	5 174	5 177
Доля в активах	0,0%	0,0%	0,0%	6,3%	6,9%
Балансовая прибыль	367	683	451	625	873

* первый раздел 101 формы

Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Доходности облигаций финансового сектора



Елена Федоткова

Мечел (В1/-/-): публикует слабые результаты за 1 полугодие 2012 года.

Опубликованная отчетность в очередной раз подтверждает необходимую осторожность в отношении бумаг Мечела, даже учитывая, что по ряду выпусков доходность приблизилась к отметке 14% годовых.

Событие. Мечел опубликовал финансовые результаты за 2-й квартал 2012 г. по US GAAP. По сравнению с предыдущим кварталом выручка выросла на 5% до 3.09 млрд долл. на фоне роста физических объемов продаж с началом строительного сезона в РФ, EBITDA сократилась на 19% до 382 млн долл. из-за снижения цен на уголь, чистая прибыль составила отрицательную величину в 823 млн долл. из-за списаний гудвила по европейским активам и Южуралникелю в 470 млн долл., обесценения дебиторской задолженности Эстара на 223 млн долл. и отрицательных курсовых разниц.

Чистый долг компании сократился за квартал на 0.5 млрд долл. до 9.15 млрд долл. из-за ослабления рубля, соотношение чистый долг/EBITDA LTM, по нашим расчетам, составило 4.5x. На конец июня на счетах Мечела находилось 151 млн долл. наличных против краткосрочного долга в 2.85 млрд долл.

На телефонной конференции с аналитиками менеджмент компании сообщил ряд важных фактов, среди которых:

- Долг Эстару на 944 млн долл., срок погашения которого истек 30 сентября, продлен еще на 9 месяцев. В счет погашения части долга (187 млн долл.) компания в начале 2013 года получит три актива холдинга
 - Ростовский электрометаллургический завод (РЭМЗ) мощностью 730 тыс. тонн электростали и 540 тыс. тонн сортового проката в год, построенный в 2008 году. На этот актив, по словам руководства Мечела, приходится основная часть операционной прибыли Эстара.
 - Ломозаготовительную сеть Ломпром, обеспечивающую 100% потребности РЭМЗа в металлоломе.
 - Сбытовую сеть из 20 складов в Центральной и Восточной Европе

Cognor, которая может быть присоединена к выставленным на продажу европейским активам Mechel Service Global (MSG). На складах Cognor находится примерно 80 тыс. тонн металлопродукции.

Ожидается, что чистый долг указанных активов не превысит \$200 млн., а операционная прибыль одного РЭМЗа по РСБУ в текущих условиях составляет 70-80 млн. рублей в месяц.

- Мечел не намерен консолидировать остальные активы Эстара.
- Во второй половине 2012 года сбытовая сеть компании может высвободить 200-250 млн долл. оборотного капитала за счет оптимизации складских запасов.
- На 1 сентября размер денежных средств на счетах компании увеличился до 629 млн долл., что в совокупности с неиспользованными кредитными линиями на 888 млн долл. покрывает задолженность до конца года в размере 1.2 млрд долл.
- Компания стремится снизить размеры краткосрочного долга до менее 1 млрд долл. в течение ближайших 12 месяцев (на конец июня - 2.85 млрд долл.).
- Компания ведет переговоры о продаже активов по списку объявленному на прошлой неделе. Ряд сделок может быть закрыт уже до конца года. Совокупная отрицательная EBITDA выставленных на продажу активов за первое полугодие составляет около 100 млн долл.

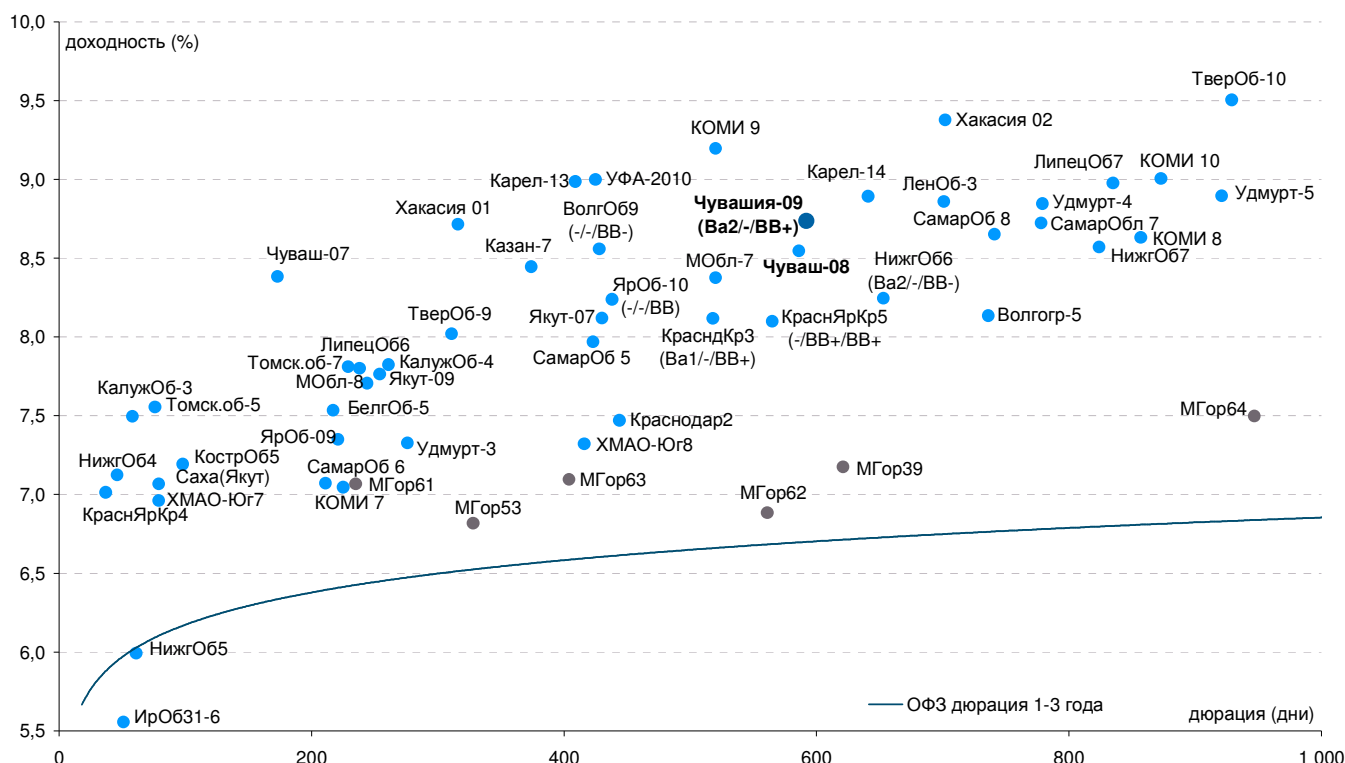
Комментарий. Финансовые показатели Мечела, за исключением масштабных списаний на уровне чистой прибыли, не стали большим сюрпризом, в то время как разрешение ситуации с Эстаром и усилия компании по рефинансированию долга производят положительное впечатление. Мы полагаем, что рынок не рассчитывал на погашение долга Эстара Мечелу в объеме 944 млн долл., полагая, что компании придется взять на себя все малорентабельные активы холдинга, приняв дополнительно 1 млрд долл. долга. Реальное разрешение этой ситуации выглядит заметно лучше – компания берет фактически лучшие активы Эстара с задолженностью не более 200 млн долл., основная часть которой может быть погашена с реализацией сбытовых активов в Европе.

Мы также приветствуем усилия компании по сокращению краткосрочной задолженности, размеры которой на конец 1 полугодия 2012 года выглядят достаточно пугающими, а также усилия по реализации убыточных активов. Мы полагаем, что если расчеты компании на то, что ряд сделок удастся заключить до конца 2012 года, оправдаются, это может стать положительным сюрпризом для рынка.

Полученные результаты в очередной раз подтверждают, что на сегодняшний день инвестировать в бумаги пока не стоит, учитывая текущие весомые риски компании. Напомним, что по ряду выпусков рублевых облигаций эмитента доходности приблизились к отметке 14% годовых. При этом стоит отметить, что довольно традиционно бумаги компании сохраняют достаточно низкую ликвидность.

соответствует доходности 8,74% годовых при дюрации 592 дн. В целом, данное событие может стать поводом для небольшого роста котировок бондов, который на фоне бумаг регионов рейтинговой группы «ВВ/ВВ+», скорее всего, ограничится 20-25 б.п., то есть, по крайней мере, до уровней другого выпуска Чувашии серии 34008 (УТМ 8,55%/586 дн.), схожего по дюрации.

Доходности бумаг субъектов РФ и муниципальных образований (02.10.2012 г.)



Александр Полютков

Синергия: отчетность за 1 пол. 2012 год по МСФО.

Компания показала хорошую динамику выручки за счет активной экспансии на водочном рынке, «пожертвовав» прибыльностью бизнеса. Долговая нагрузка усилилась, но осталась на умеренном уровне. В начале октября компании предстоит пройти оферту по выпуску БО-01 объемом 3 млрд руб.

Событие. Группа Синергия представила умеренные финансовые результаты за 1 пол. 2012 г. по МСФО.

Комментарий. За 1 пол. 2012 г. компания продемонстрировала рост выручки на 11,5% до 11,4 млрд руб., причем доходы от реализации собственной алкогольной продукции прибавили 28% до 7,4 млрд руб., в то время как дистрибуция сторонних производителей сократилась за год на 46% до 0,97 млрд руб. (доля в выручке снизилась с 22% до 11%). Рост доходов группы по-прежнему был обусловлен активной экспансией на водочном рынке, где доля Синергии за год возросла с 14% до 15%.

Компания продолжила «премиумизацию» структуры продаж алкоголя, что положительно отразилось на валовой рентабельности за 1 пол. 2012 г. – «+3,8 п.п.» к а.п.п.г. до 40,4%. Вместе с тем, это не помогло оградить EBITDA margin компании от снижения («-1,8 п.п.» к а.п.п.г. до 11,3%) на фоне ощутимо возросших коммерческих расходов на продвижение позиций Синергии на рынке («+22,6%» до 2,2 млрд руб.). Важно отметить, что компания после длительного времени смогла за 1 пол. 2012 г. получить положительный операционный денежный поток в размере 207 млн руб.

Тем не менее, Синергия не смогла обойтись без заимствований: размер долга за 1 пол. 2012 г. увеличился на 28,7% к 2011 г. до 7,2 млрд руб., а метрика Долг/ЕБИТДА составила 2,2х (против 1,7х в 2011 г.), Чистый долг/ЕБИТДА – 1,9х (против 1,5х). При

этом краткосрочная часть долга компании составила 1,23 млрд руб. (или 17,2% кредитного портфеля) и в основном покрывалась запасом денежных средств на счетах в размере 1,02 млрд руб. (на 30 июня 2012 г.). В то же время уже в октябре этого года Синергии предстоит пройти оферту по облигациям серии БО-01 объемом 3 млрд руб. Эмитент предложил владельцам бумаг новый купон в размере 9,5% годовых, что отвечает доходности 9,73% к погашению через 1 год. На наш взгляд, предложенной доходности может быть недостаточно для эмитента рейтинговой категории «В». Поэтому, не исключено, что инвесторы решат воспользоваться офертой, для исполнения которой в полном объеме компании, вероятно, придется обратиться к заимствованиям.

Финансовые показатели Синергии (МСФО)

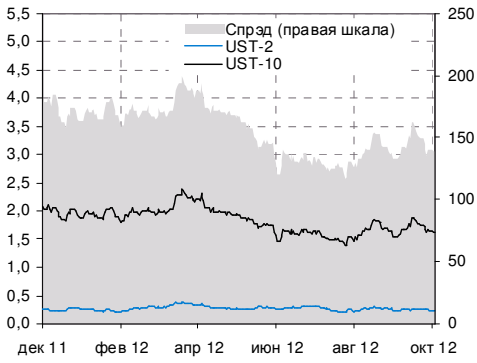
млн руб.	1 пол. 2011	1 пол. 2012	Изм., %
Выручка	10,219	11,392	11,5
Чистый операционный денежный поток	207	-543	-
Валовая прибыль	3,737	4,599	23,1
<i>margin</i>	36,6%	40,4%	3,8 п.п.
ЕБИТДА	1,344	1,293	-3,8
<i>ЕБИТДА margin</i>	13,1%	11,3%	-1,8 п.п.
Чистая прибыль	976	501	-48,7
<i>margin</i>	9,5%	4,4%	-5,1 п.п.
	2011	1 пол. 2012	Изм., %
Денежные средства и их эквиваленты	718	1,020	42,1
Долг	5,567	7,167	28,7
<i>краткосрочный</i>	1,243	1,233	-0,8
<i>долгосрочный</i>	4,324	5,934	37,2
Чистый долг	4,849	6,147	26,8
Долг/ЕБИТДА	1,7	2,2	
Чистый долг/ЕБИТДА	1,5	1,9	

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

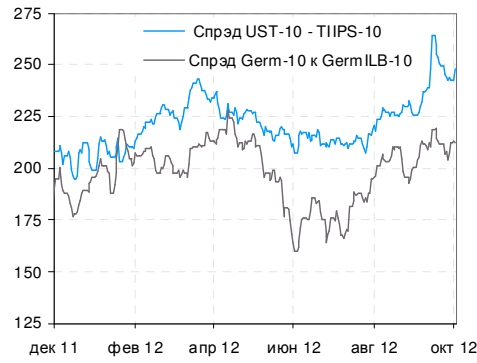
Александр Полютков

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

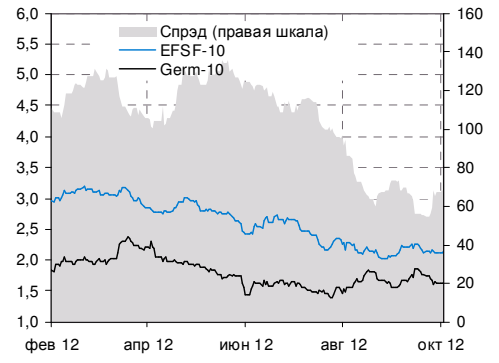
Казначейские обязательства США 2-летн. и 10-летн.



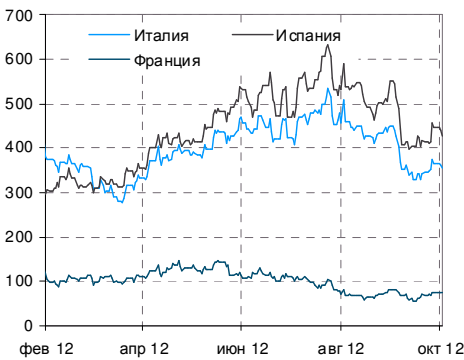
Спрэд UST-10 к TIPS-10 и Germ-10 к GermILB-10



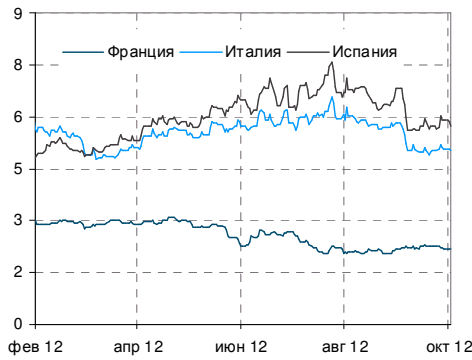
10-летние бумаги Германии и EFSF-10



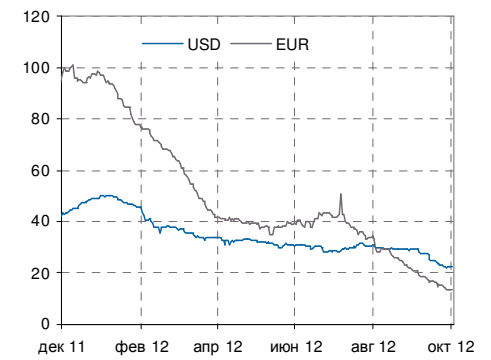
Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

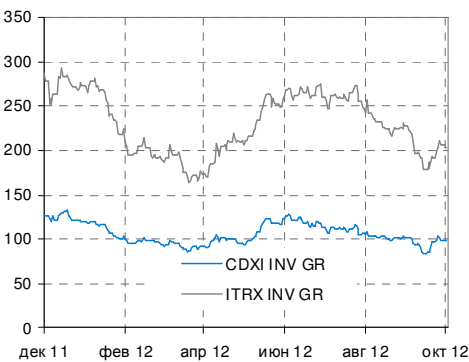


Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

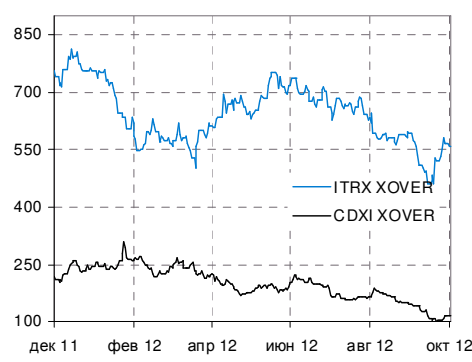


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

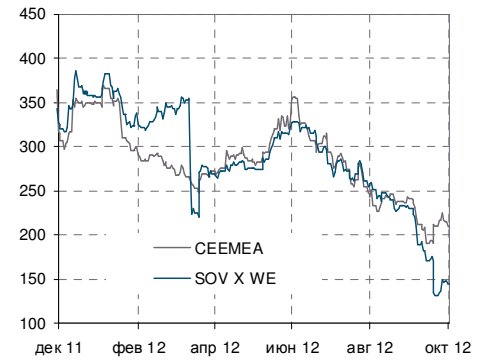
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX / Cross-Over

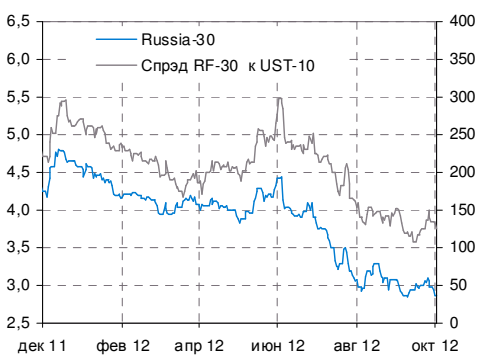


ITRX / Governments

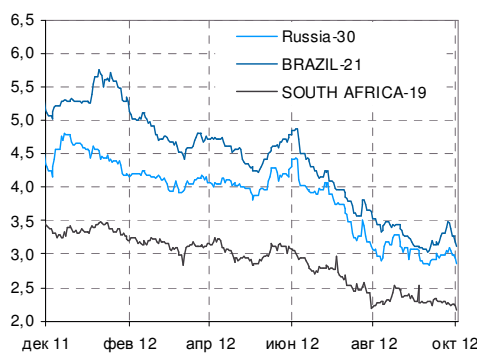


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

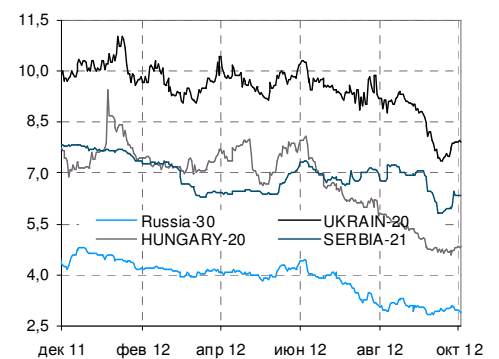
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

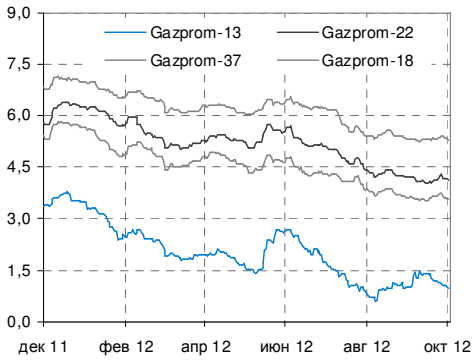


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

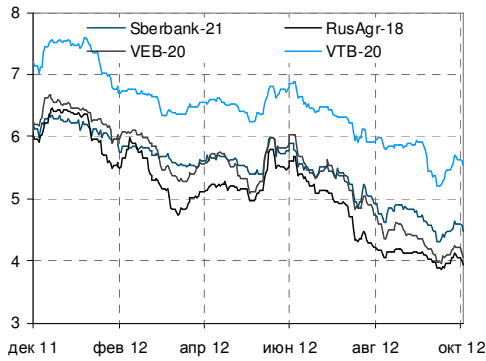


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

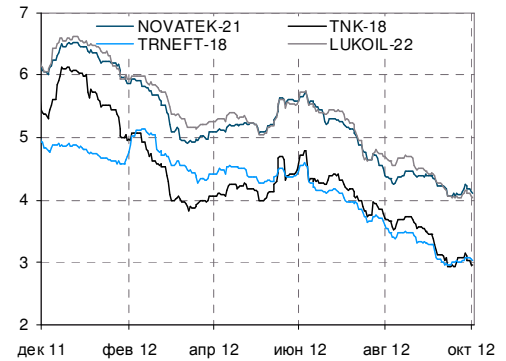
Еврооблигации Газпрома



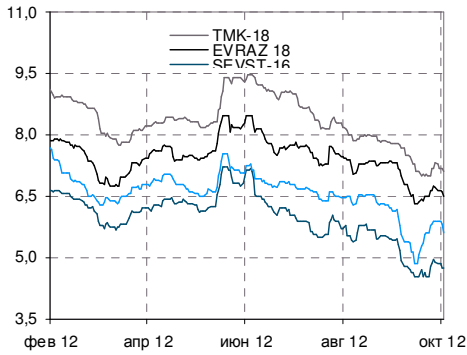
Евробонды госбанков



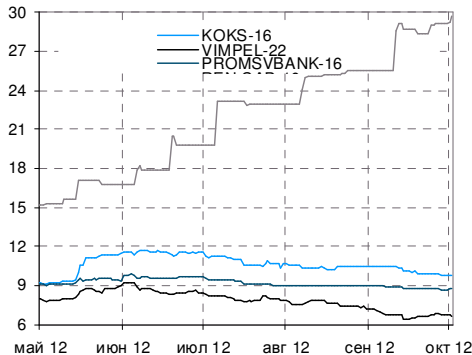
Еврооблигации нефтегазового сектора



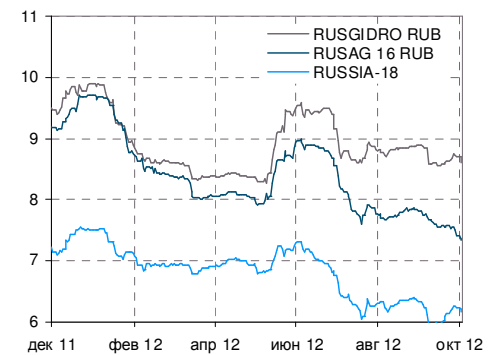
Еврооблигации металлургического сектора



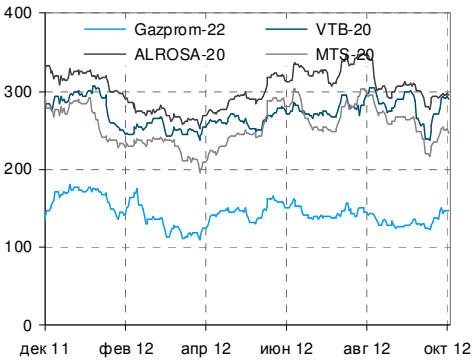
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



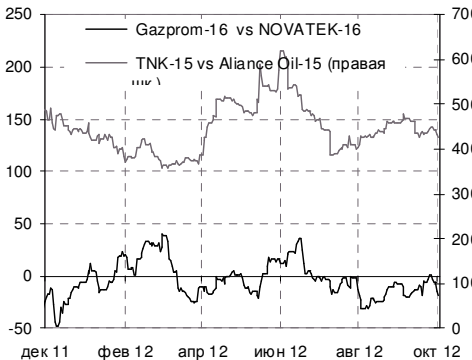
Еврооблигации, номинированные в рублях



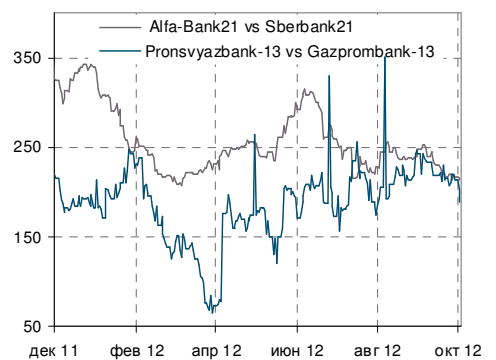
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

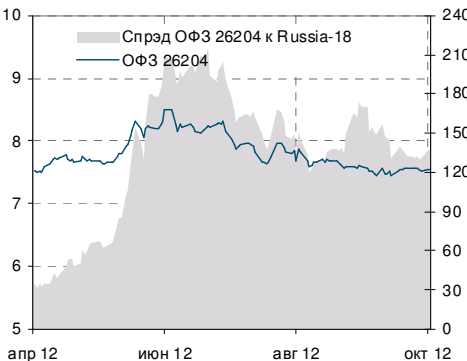


Спрэды в банковском секторе

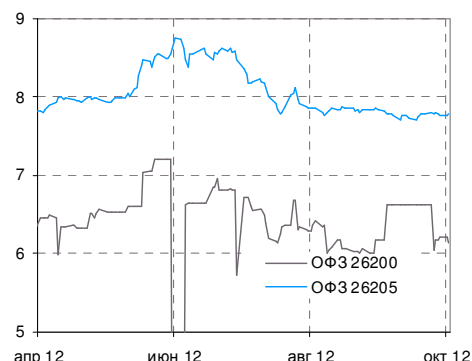


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

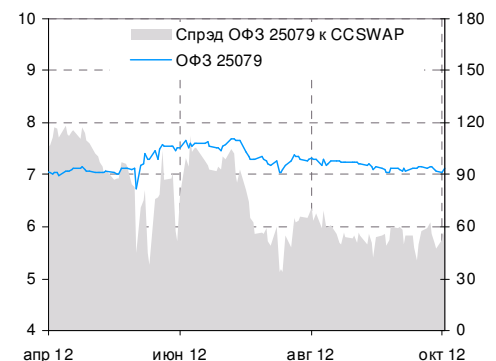
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

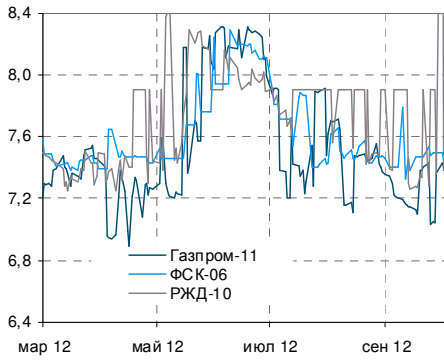


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

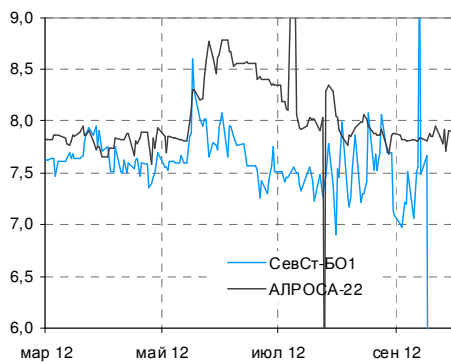


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

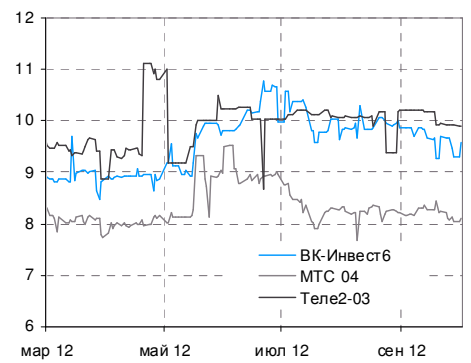
Доходности российских монополий



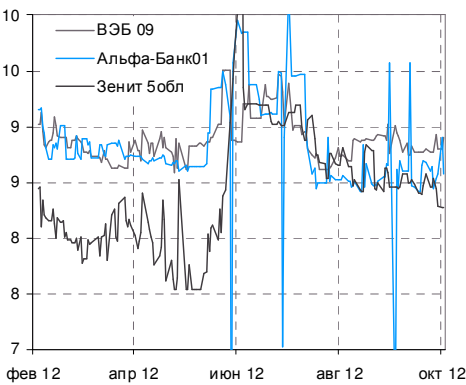
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



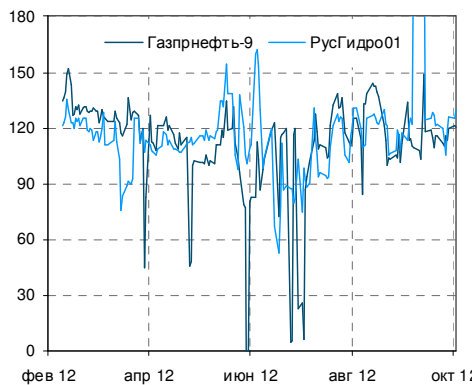
Доходности "Телекоммуникации"



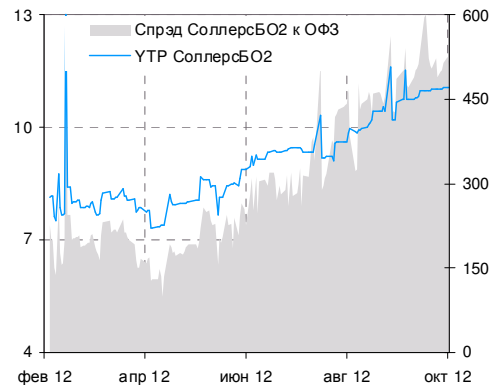
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

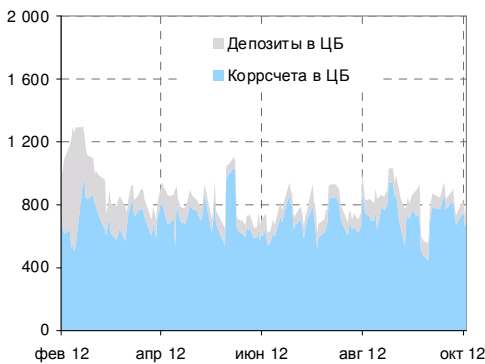


Облигации с текущей доходностью выше 10%

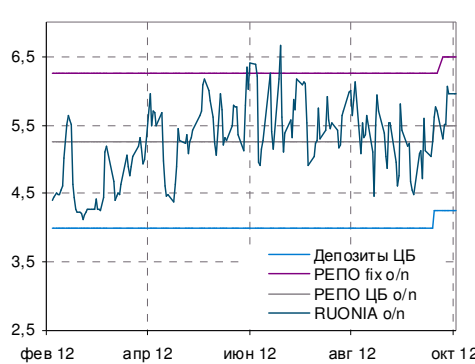


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

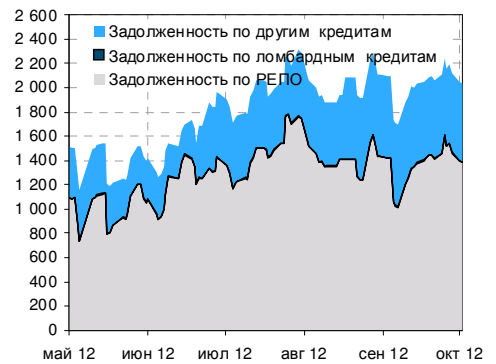
Динамика депозитов и остатков на корсчетах



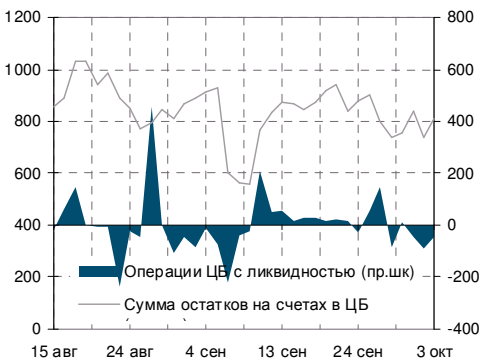
Динамика ставок денежного рынка



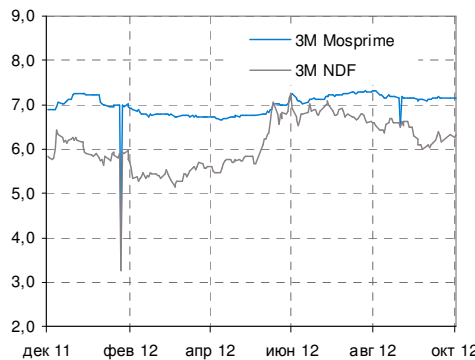
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



Влияние ЦБ на объем банковской ликвидности



ЗМ 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

Банки

Андрей Михайлов, FCCA

Mikhajlov_AS@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Александр Полютон

Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова

Fedotkova_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк рассматривают в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков банков в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не берут на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем, клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения НОМОС-БАНКА и Ханты-Мансийского банка. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не несут ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.