

Долговые и денежные рынки
7 июня 2012 г.

Конъюнктура рынков Внешние рынки

Инвесторы с оптимизмом восприняли заявления главы ЕЦБ о продолжении стимулирующих для банковского сектора мер, при этом негативная европейская макростатистика осталась «фоном», влияние которого было несущественным.

Российские еврооблигации

Российские еврооблигации вчера демонстрировали мощные положительные переоценки, обусловленные эйфорией, захлестнувшей глобальные площадки после заявлений со стороны главы ЕЦБ.

Рублевые облигации

Внутренний долговой рынок разделял глобальный позитив, а также весьма интенсивно отыгрывал укрепление рубля. Сформировавшаяся обстановка даже позволила Минфину провести достаточно успешное размещение ОФЗ 25079. Корпоративный сектор реагировал слабее, чем ОФЗ: похоже, здесь переоценка произойдет фактически без сделок.

FX/Rates

Рубль демонстрирует укрепление, благодаря относительно стабильной внешней конъюнктуре, а также сокращению участниками спекулятивных позиций.

Наши ожидания

Внешние площадки вчера получили достаточно мощную «инъекцию» позитива, которая позволит удержать спрос на риски еще какое-то время, если не будет каких-то новых потрясений. Вместе с тем, сохраняется достаточно плотным новостной поток, который может оказывать давление на общие настроения. Сегодня в центре внимания испанские аукционы по 10-летним госбумагам, которые можно рассматривать как «лакмус» оценки испанских рисков с учетом последних заявлений ЕЦБ. Из других событий обращают на себя внимание заседание Банка Англии и выступление Б. Бернанке. В российских евробондах ждем продолжения ценового роста, хотя наиболее осторожные участники постараются частично зафиксировать вчерашний апсайд.

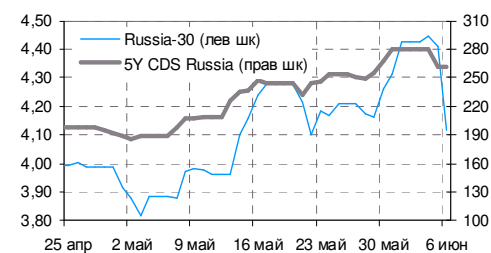
Для рублевых бумаг сохраняется довольно комфортная конъюнктура, но интерес покупателей пока ограничивается сегментом ОФЗ. В корпоративных бондах ценовая динамика останется невыразительной по причине отсутствия тех, кто готов продавать.

Сегодня национальная валюта продолжит демонстрировать укрепление. При этом темпы восстановления рубля, скорее всего, немного замедлятся.

Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	4,12	-29
CDS России	262	-19
MOSPRIME o/n	5,42	5
NDF 3М	6,52	-13
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	598,2	41
Остатки на депозитах, млрд руб.	73,4	-1
Доллар / рубль (ЦБ), руб	32,35	-0,72
Корзина (ЦБ), руб	36,07	-0,63

Динамика доходности Russia-30 и CDS России



Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3М	0,47	0,0
ERIBOR 3М	0,66	0,0
EUR/USD	1,26	
UST-10	1,66	9
Германия-10	1,33	13
EFSF-10	2,53	11
Италия - 10	5,63	-2
Испания - 10	6,27	-9
Португалия-10	11,36	-23
CDS 5Y Ирландия	703	-10
CDS 5Y Португалия	1132	-49
CDS 5Y Италия	551	-18
CDS 5Y Испания	590	-14

Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	710,6	-27
iTRAXX CEEMEA 5Y	334,6	-19
iTRAXX SOVX WE 5Y	325,9	-2

Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 25075	7,56	4
ОФЗ 26205	8,47	-15
ОФЗ 26207	8,24	1
Газпром-11	8,11	-19
РЖД-10	8,16	1
ФСК-6	7,94	0
РусГидро-1	9,44	0
МТС-04	9,06	-45
Вк-Инвест6	9,82	0
Северсталь-БО1	7,95	0
ВЭБ-09	9,20	0
Альфа-Банк01	9,85	0

Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	7,18	-12
Gazprom-37	6,43	-13
Sberbank-21	5,73	-5
AlfaBank-21	8,86	0
Evraz-18	8,22	-26
Vimpel-22	8,93	-29
TNK-BP-18	5,23	0

Главные новости

Понижение рейтинга RBI от Moody's не затронуло Райффайзенбанк (Baa3/BBB/BBB+).

Российское подразделение Группы Raiffeisen Bank International чувствует себя вполне комфортно по сравнению с другими сегментами, поэтому, на наш взгляд, вполне логично, что Райффайзенбанк избежал пересмотра рейтинга.

МДМ Банк (Ba2/BB-/BB): пересмотр прогноза рейтинга от Moody's на основе результатов 2011 года.

Итоги 2011 года у банка, видимо, были довольно негативными, если привели к действиям со стороны Moody's. В целом, объем убытка в 6,9 млрд руб. говорит сам за себя. К сожалению, на сайте отчетность до сих пор не раскрыта. Бумаги МДМ Банка смотрятся неинтересно.

Башнефть (Ba2-/BB) опубликовала полную версию финансовой отчетности по МСФО за 1 кв. 2012 г.

Накануне Башнефть обнародовала полную версию финансовой отчетности за 1 кв. 2012 г. по МСФО и провела телеконференцию для аналитиков. Отметим, что главной причиной почти 20 % квартального роста чистого долга компании стала вовсе не отрицательная величина свободного денежного потока, как мы предполагали, а увеличение долгосрочных депозитов, которые Башнефть отразила в разделе инвестиционная деятельность.

Норильский никель: противоречивые финансовые результаты 2011 года.

Норильский никель вчера вечером опубликовал отчетность за 2011 год, которая оставляет смешанное впечатление. С одной стороны компании удалось продемонстрировать неплохие показатели по EBITDA за 2 полугодие 2011 г. за счет хорошего контроля над затратами. С другой стороны, на уровне денежных потоков итоги года выглядят хуже: рост оборотного капитала, капитальных расходов и выкуп акций на \$9 млрд превратили «чистый кэш» компании в \$3 млрд на конец 2010 г. в чистый долг в \$3.5 млрд на конец 2011 г.

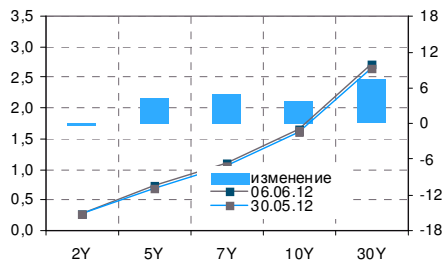
Вы можете подписаться на рассылку наших обзоров по электронной почте, либо на нашем сайте в интернете. Для этого Вам достаточно прислать заявку с указанием адреса электронной почты, на который Вы хотели бы получать аналитические материалы, на адрес research@nomos.ru или, пройдя по ссылке <http://nomos.ru/investment/special/>, заполнить форму подписки.

Рыночная конъюнктура

Внешние рынки

Инвесторы с оптимизмом восприняли заявления главы ЕЦБ о продолжении стимулирующих для банковского сектора мер, при этом негативная европейская макростатистика осталась «фоном», влияние которого было несущественным.

Кривая доходности гособлигаций США



Вчерашнюю торговую сессию на глобальных площадках можно разделить на «до» и «после». В первой половине дня участников рынка поддерживали ожидания позитивных для рынков заявлений от главы ЕЦБ М. Драги, в ходе пресс-конференции, запланированной после анонса решения по ставке. Отметим, что «фактор надежд» оказался настолько существенным, что позволил смягчить разочарования, обусловленные слабыми данными по промышленному производству Германии, которое в апреле сократилось на 2,2% при ожидании спада на 0,9%, а также по Испании, где производство упало до минимальных за последние 2 года 8,3%.

После заседания ЕЦБ, где наконец-то прозвучало долгожданное решение европейского регулятора о дальнейшей монетарной политике региона, настроения участников рынка существенно улучшились в отношении рискованных активов. В очередной раз глава ЕЦБ констатировал наличие негативных явлений в экономике региона, к числу которых относятся сокращение объемов кредитования частного сектора, и, как следствие, понижение прогнозов по росту ВВП ЕС. Подобные сигналы лишь подтверждают факт нежелания кредитных организаций брать дополнительные риски при кредитовании частного сектора, что, в свою очередь, приводит к сжатию экономики. Предсказуемо регулятор принял решение не изменять ключевую процентную ставку, сохранив ее на уровне 1%. Подобные действия М. Драги объяснил тем, что дешевая ликвидность в настоящий момент не окажет существенной поддержки банковской системе, а напротив, как мы полагаем, может усилить спекулятивную составляющую на фондовом рынке. Вместе с тем, регулятор продлил программу предоставления безлимитных кредитов до начала 2013 года, тогда, как ранее, ее планировалось свернуть к середине текущего года.

Получив «инъекцию» позитива от ЕЦБ, инвесторы устремились в рискованные активы, привлекающие соев «дешевизной». Можно отметить ажиотажные покупки в фондовом сегменте, что отражает динамика базовых индексов.

В сегменте европейских долговых бумаг покупки также усилились, однако пока инвесторы еще сохраняют некоторую осторожность в отношении испанских и итальянских обязательств. Возможно, дожидаясь итогов сегодняшнего аукциона по испанским 10-летним бумагам, которые станут «лакмусом» общих настроений.

За вчерашний день доходность 10-летних испанских бумаг снизилась на 9 б.п. до 6,27%, а по итальянским аналогичным инструментам – на 2 б.п. до 5,63% годовых.

При массовом переходе интереса в риски потребность в «защитных» активах уменьшилась. Доходность 10-летних UST за вчерашний день выросла на 9 б.п. до 1,66% годовых, Bund-10 – на 13 б.п. до 1,33% годовых.

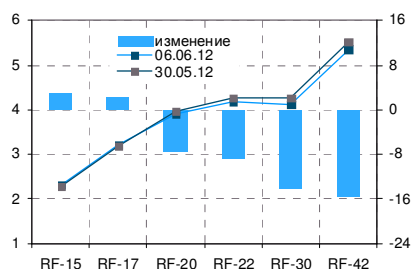
Международный валютный рынок в ходе вчерашних торгов продемонстрировал ощутимое усиление позиций европейской валюты против доллара. По итогам дня пара EUR/USD достигла значения 1,2577х, максимального с 28 мая. При этом основная фаза роста пришлась на открытие американской сессии. Не исключено, что инвесторы предпочли зафиксировать прибыль от коротких позиций.

*Ольга Ефремова
Алексей Егоров*

Российские еврооблигации

Российские еврооблигации вчера демонстрировали мощные положительные переоценки, обусловленные эйфорией, захлестнувшей глобальные площадки после заявлений со стороны главы ЕЦБ.

Кривая доходности гособлигаций России



Вчерашний день запомнится участникам мощными положительными переоценками, «благодатная» почва для которых наметилась уже при открытии на фоне ожиданий, преобладавших по части очередного заседания ЕЦБ. Кроме того, участники рынка, не имевшие возможность отыгрывать новостной поток понедельника/вторника, постарались реализовать его «гэпом» вверх при открытии в пределах 25-50 б.п. В дальнейшем «градус позитива» только повышался, разделяя оптимизм внешних рынков.

В сегменте суверенного долга наиболее яркой была ценовая динамика Russia-30 и Russia-42. В частности, по Russia-30 котировки от открытия по 117,50% (YTM 4,33%) двинулись вверх к 118,125% (YTM 4,23%), от которых после некоторой паузы, судя по всему, обусловленной ожиданиями заявлений от М. Драги в ходе пресс-конференции, переместились к закрытию в диапазон 119% - 119,125% (YTM 4,09% - 4,07%). Прибавка в котировках Russia-42 по итогам дня составила более 2,5%: от 101,75% (YTM 5,50%) при открытии до вечерних 104,25% - 104,50% (YTM 5,34% - 5,29%).

В негосударственных выпусках также наблюдался существенный рост спроса, причем сложно выделить какой-то принцип распределения интересов. Положительные переоценки можно было наблюдать по всему спектру бумаг, при этом наиболее серьезно подешевевшие на прошлой неделе позиции оперативнее отыгрывали «просадку». В лидерах ценового роста по итогам дня бумаги Vimpel-22, которые подорожали более, чем на 1,7%. Также серьезно прибавили в цене (порядка 1,5%) длинные выпуски Газпрома, ВЭБа, ВТБ, Сбербанка. В среднем же по корпоративному сегменту положительная переоценка варьировалась в диапазоне 50-100 б.п. Значительное сужение спрэдов и покупки были в бумагах Евраз, Северстали, РЖД, Совкомфлота, Альфа-Банка, АФК «Система».

Ольга Ефремова

Рублевые облигации

Внутренний долговой рынок разделял глобальный позитив, а также весьма интенсивно отыгрывал укрепление рубля. Сформировавшаяся обстановка даже позволила Минфину провести достаточно успешное размещение ОФЗ 25079. Корпоративный сектор реагировал слабее, чем ОФЗ: похоже, здесь переоценка произойдет фактически без сделок.

В среду «потепление» на внешних площадках вкупе со значительным укреплением российского рубля стало поводом для улучшения конъюнктуры внутреннего долгового рынка. Основной резонанс по стандартной схеме можно было наблюдать в сегменте ОФЗ, где помимо достаточно успешного размещения ОФЗ серии 25079 серьезно подорожали и другие выпуски. На аукционе при объеме предложения 10 млрд руб. было приобретено бумаг на 8,7 млрд руб. Судя по всему, инвесторы сочли достаточным уровень премии, который Минфин был готов предоставить: напомним, что днем ранее средневзвешенная доходность выпуска составляла 7,51% годовых, а по итогам аукциона - 7,62%. Пока сложно делать вывод о том, готовы ли участники рынка к более длинному по срочности предложению регулятора, при этом покупатели на 3-летний долг нашлись. В целом, по сегменту госбумаг вчера сформировались достаточно внушительные положительные переоценки: на длинной дюрации по выпускам серий 26204, 26205, 26206, 26207 и 26208 котировки прибавили от 70 до 100 б.п.

В корпоративном секторе реакция на позитивные изменения общей конъюнктуры была гораздо сдержаннее в силу того, что отдельные участники пока не проявляют готовности перейти на новые более высокие ценовые уровни без большого количества сделок. Из наиболее ярких движений отметим положительные переоценки по выпускам МТС-7, Металлинвест-5, ВТБ-БО4, ВТБ-БО6, МДМ-Банк8. При этом основная позитивная реакция свелась к тому, что сузались bid/offer спреды.

Ольга Ефремова

Forex/Rates

Рубль демонстрирует укрепление, благодаря относительно стабильной внешней конъюнктуре, а также сокращению участниками спекулятивных позиций.

На локальном валютном рынке продолжается восстановление позиций рубля. Улучшение фундаментальных факторов, а именно: рост стоимости нефти на сырьевых площадках, а также стабилизация пары EUR/USD, создают позитивный фон, способствующий укреплению национальной валюты. Кроме того, не следует забывать о факторе ликвидности банковской системы, которая по-прежнему испытывает дефицит ресурсов. Инвесторы продолжают конвертировать спекулятивные позиции, сформированные в активной фазе ослабления национальной валюты. Так, за вчерашний день курс доллара потерял 58 коп. и составил 32,42 руб., а стоимость бивалютной корзины достигла значения 36,09 руб. В то же время, стоит отметить сокращение объемов «вмешательства» со стороны ЦБ в ход торгов, который за вчерашний день продал валюты на 5,97 млрд руб. против 6,76 млрд руб. днем ранее. При этом в валютном эквиваленте интервенции снизились приблизительно на 20 млн долл.

Как мы уже отмечали, ликвидность банковской системы сохраняется на низком уровне. Согласно данным ЦБ, сумма остатков на корсчетах и депозитах увеличилась на 39,9 млрд руб. до 671,6 млрд руб. В то же время суммарная задолженность перед Банком России по операциям прямого РЕПО также увеличилась до 936,35 млрд руб. Ставки денежного рынка продемонстрировали небольшой рост (MosPrime o/n составила 5,42%). Вместе с тем, спрос на ресурсы в настоящий момент довольно слабый.

Алексей Егоров

Наши ожидания

Внешние площадки вчера получили достаточно мощную «инъекцию» позитива, которая позволит удержать спрос на риски еще какое-то время, если не будет каких-то новых потрясений. Вместе с тем, сохраняется достаточно плотным новостной поток, который может оказывать давление на общие настроения. Сегодня в центре внимания испанские аукционы по 10-летним госбумагам, которые можно рассматривать как «лакмус» оценки испанских рисков с учетом последних заявлений ЕЦБ. Из других событий обращают на себя внимание заседание Банка Англии и выступление Б. Бернанке.

В российских евробондах ждем продолжения ценового роста, хотя наиболее осторожные участники постараются частично зафиксировать вчерашний апсайд.

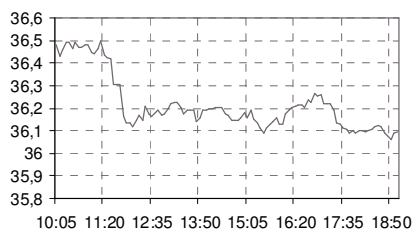
Для рублевых бумаг сохраняется довольно комфортная конъюнктура, но интерес покупателей пока ограничивается сегментом ОФЗ. В корпоративных бондах ценовая динамика останется невыразительной по причине отсутствия тех, кто готов продавать.

Сегодня национальная валюта продолжит демонстрировать укрепление. При этом темпы восстановления рубля, скорее всего, немного замедлятся.

Ольга Ефремова

Алексей Егоров

Динамика бивалютной корзины



Календарь событий

Внешний долговой рынок

7 июня ЕС. ЕС. Аукционы: Франция, Испания

Макроэкономические события

7 июня США. Публикация данных по первичным заявкам по безработице.

8 июня США. Публикация данных по торговому балансу.

Корпоративные события

8 июня Банк Санкт-Петербург, результаты за 1 кв. 2012 года по МСФО.

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Новости коротко

Макроновости

- **Заседание совета директоров ЦБ РФ**, на котором будут рассмотрены вопросы денежно-кредитной политики, в том числе процентные ставки Банка России, состоится 15 июня.
- По данным Росстата, **инфляция в РФ** за период с 29 мая по 4 июня составила 0,1%. С начала июня инфляция составила 0,1%, с начала года - 2,4% против 0,1% и 4,8% соответственно в те же периоды прошлого года.
- На СПВБ проходили **аукционы по размещению временно свободных средств Фонда ЖКХ**. Общее предложение составляло: 1,7 млрд руб. сроком на 14 дней, 1,9 млрд руб. - на 21 день, 0,3 млрд руб. - на 182 дня, а также 0,8 млрд руб. сроком до востребования:
 - в аукционе по размещению средств сроком на 14 дней приняли участие 14 банков, которые подали заявки со ставками от 4,5% до 6,76% на сумму 21,01 млрд руб. По итогам аукциона была удовлетворена 1 заявка на 1,7 млрд руб. Ставка отсечения составила 6,76% годовых;
 - на средства сроком на 21 день подали заявки на сумму 20,3 млрд руб. 15 банков: ставки, указанные в заявках были от 5% до 7,1% годовых. По итогам аукциона была удовлетворена 1 заявка на общую сумму 1,9 млрд руб. под 7,1% годовых;
 - при размещении средств сроком на 182 дня в аукционе приняли участие 10 банков, от которых поступили заявки на сумму 3,0 млрд руб. со ставками от 4,51% до 9,65% годовых. По итогам аукциона была удовлетворена 1 заявка на сумму 0,3 млрд руб. под 9,65% годовых;
 - на средства сроком до востребования претендовали 11 банков, выставившие заявки на 7,05 млрд руб. под ставку от 3,75% до 6,83%. Была удовлетворена 1 заявка уполномоченного банка на 0,8 млрд руб. при ставке отсечения 6,83% годовых.

Долговые рынки

- Объем спроса на аукционе по размещению **ОФЗ 25079** составил 18,831 млрд руб. при предложении в 10 млрд руб. Размещенный объем выпуска составил 8,711 млрд руб., выручка от размещения составила 8,6 млрд руб. Цена отсечения облигаций была установлена на уровне 98,6700% от номинала, средневзвешенная цена - 98,7203% от номинала. Доходность по цене отсечения составила 7,64% годовых, по средневзвешенной цене - 7,62% годовых.
- ФСФР зарегистрировала три выпуска облигаций **ОАО «Акрон»** серий 06, 07 и 08 объемом по 5 млрд руб. каждый. Срок обращения каждого выпуска составит 10 лет.
- Принято решение о допуске к торгам в процессе размещения трех выпусков биржевых облигаций **ЗАО «Гидромашсервис»** серий БО-01 - БО-03 объемом по 3 млрд руб. каждый. Срок обращения биржевых бондов - 3 года. Кроме того, планируется выпуск 5-летних классических облигаций 3-й серии на 3 млрд руб.
- Группа **«Синергия»** 6 июня 2012 года разместила на ММВБ выпуск биржевых

облигаций серии БО-03 на сумму 2 млрд руб. С облигациями компании в день размещения была зафиксирована 21 сделка. Доходность ценных бумаг составила 11,3% годовых при дюреции 2,3 года.

Главные новости

Понижение рейтинга RBI от Moody's не затронуло Райффайзенбанк (Ваа3/BBB/BBB+).

Российское подразделение Группы Raiffeisen Bank International чувствует себя вполне комфортно по сравнению с другими сегментами, поэтому, на наш взгляд, вполне логично, что Райффайзенбанк избежал пересмотра рейтинга.

Событие. Агентство Moody's понизило кредитный рейтинг Raiffeisen Bank International (RBI) на один уровень до «А3» с «А2» соответственно.

Комментарий. Причиной ухудшения рейтинга RBI, по данным агентства, стало:

- уязвимость к дальнейшему ухудшению качества активов при текущей нестабильной конъюнктуре рынков, что оказывает давление на капитал банка,
- более высокая концентрация активов на СНГ и странах Центральной и Восточной Европы (67% кредитного портфеля).

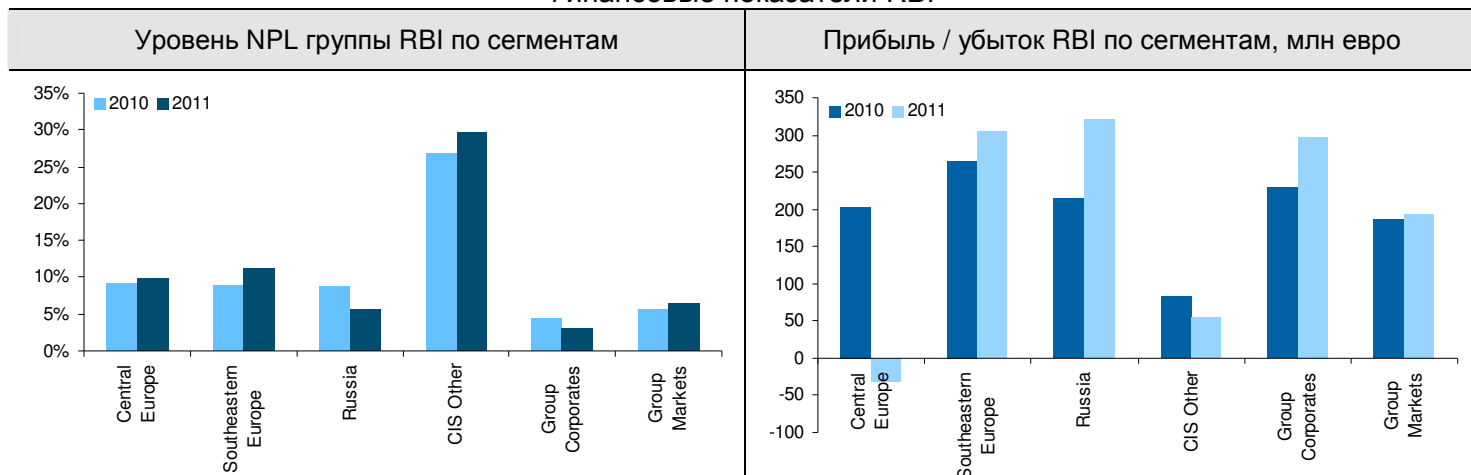
При этом текущие уровни рейтинга уже отражают дальнейшее умеренное ухудшение операционной среды в СНГ и Центральной и Восточной Европе, в связи с чем прогноз рейтинга «Стабильный».

Отметим, что Россия на фоне остальных сегментов Группы чувствует себя совсем неплохо (см.графики), демонстрируя как комфортный уровень по просроченной задолженности (NPL), так высокие показатели прибыли. При этом, как мы уже отмечали в своем комментарии от 31 мая (http://www.nomos.ru/upload/iblock/68a/NOMOS_daily_debt_markets_31_05_2012.pdf), российское подразделение выступает для головной структуры не только одним из основных источников дохода (более 30% прибыли в 2011 году при порядка 10% вкладе в консолидированные активы), но и ликвидности – разместив на счетах группы более 2 млрд евро. Кроме того, динамика практически всех основных показателей российского Райффайзенбанка в последнее время положительная.

Таким образом, вполне логично, что российское подразделения избежало пересмотра рейтинга. Кроме того, от Moody's он у него и так самый низкий по сравнению с S&P и Fitch. Однако с «Позитивным» прогнозом, понятно, ему пришлось расстаться.

Мы не ждем, что новость существенно повлияет на котировки бумаг Райффайзенбанка, которые к тому же отличаются слабой ликвидностью. Но общий негативный новостной фон вокруг Европы и европейских банкам толкает доходности бумаг всех дочек банков-нерезидентов вверх.

Финансовые показатели RBI



Источник: данные RBI

Финансовые показатели Райффайзенбанка по МСФО

Международные рейтинги (M / S&P / F)	Райффайзенбанк					
	Ваа3 / ВВВ / ВВВ+					
Балансовые показатели, млрд руб.	2010	9М 2011	2011	1кв2011	1кв2012	Изменение за 1кв 2012, %
ASSETS	508,3	616,8	605,1	514,3	603,1	0%
Cash and cash equivalents	84,3	127,4	139,5	114,5	156,1	12%
Loans (gross)	310,5	398,6	377,4	311,9	371,0	-2%
NPL (>90дн.)	8,8%	5,9%	5,8%	8,4%	6,0%	---
allowance for loan impairment	8,7%	6,5%	6,0%	8,4%	6,1%	---
Customer accounts	286,7	411,9	399,5	308,0	399,4	0%
Total Capital Adequacy Ratio	16,2%	13,08%**	13,59%**	16,89%**	14,82%**	---
Показатели прибыльности, млрд руб.	2010	9М 2011	2011	1кв2011	1кв2012	Изменение за 1кв 2012, %
Net interest income	21,8	18,3	24,4	5,8	6,2	6%
Fee and commission income	9,1	7,3	10,0	2,2	2,6	17%
Operating income*	31,5	27,5	37,6	9,1	11,1	23%
Profit for the period	7,3	9,0	13,9	3,4	4,4	29%
Качественные показатели деятельности	2010	9М 2011	2011	1кв2011	1кв2012	Изменение за 1кв 2012, %
RoAA	1,4%	2,1%	2,5%	2,6%	2,9%	+0,3 п.п.
RoAE	8,8%	13,6%	15,3%	15,5%	17,9%	+2,4 п.п.
NIM	6,1%	n/a	6,0%	6,2%	5,9%	-0,2 п.п.
Cost / Income	57,4%	51,7%	54,5%	52,2%	44,1%	-8,0 п.п.

* Net profit before tax + Provisions charge for loan impairment + Operating expenses

** данные приведены по РСБУ (Н1)

Источник: данные банка, расчеты Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Елена Федоткова

МДМ Банк (Ва2/ВВ-/ВВ): пересмотр прогноза рейтинга от Moody's на основе результатов 2011 года.

Итоги 2011 года у банка, видимо, были довольно негативными, если привели к действиям со стороны Moody's. В целом, объем убытка в 6,9 млрд руб. говорит сам за себя. К сожалению, на сайте отчетность до сих пор не раскрыта. Бумаги МДМ Банка смотрятся неинтересно.

Событие. Агентство Moody's изменило прогноз по долгосрочному рейтингу депозитов в иностранной и национальной валюте МДМ Банка «Ва2» со «Стабильного» на «Негативный». Пересмотр прогноза по рейтингам основан на результатах Банка по МСФО за 2011 год.

Комментарий. Сразу отметим, что хотя отчетность у банка давно готова, она отсутствует в свободном доступе, поэтому инвесторам приходится ориентироваться разве что на скупые выдержки из отчета рейтингового агентства. Оттого отмеченный в пресс-релизе негатив смотрится еще ярче. Вот те немногие факты, которые в нем приведены:

- Чистый убыток за 2011 год – 6,9 млрд руб. Основная причина его возникновения – отчисления в резервы по кредитам, которые достигли 4,6% от кредитного портфеля (gross), что заметно выше по сравнению с другими крупными банками. Также отмечается сокращение доходов в связи с уменьшением активов, приносящих процентные доходы.
- Рост показателя Cost / Income до 73% с 65% по итогам 2010 году, поскольку банк не смог компенсировать сокращение активности уменьшением операционных расходов.
- Выбывающие кредиты не замещаются в достаточной степени выдачей новых займов, что приводит к ухудшению качественных показателей: на конец 2011 года доля просроченных (NPL 90+) и реструктуризированных кредитов составляла 24%. Причем половина из них уже «застарелые» и имеет просрочку более года. В этом контексте уровень резервирования в 15,3% выглядит уже недостаточным.

При этом агентство отдельно отмечает высокий уровень достаточности капитала банка: Tier 1 (Basel 1) и TCAR составили на конец 2011 года 16,2% и 17,8% соответственно. Данный момент существенно поддерживает рейтинги банка, поскольку говорит о возможности банка абсорбировать дальнейшие убытки, которые можно ожидать в будущем. Однако постепенно позитив данного фактора может снизиться вслед за уменьшением размера капитала.

Отметим, что на перечисленные выше пункты мы обращали внимание в комментарии к довольно слабой отчетности еще за 1 полугодие 2011 года (<http://bonds.finam.ru/comments/item23A66/rqdate7DB0A15/default.asp>). И хотя второе полугодие у банка выдалось напряженным: изменение акционерной структуры, вынужденный offer на выкуп облигаций с рынка и в целом негативная конъюнктура рынка – агентство не предпринимало рейтинговых действий, сохраняя надежду на улучшение финансовых метрик. Да и сейчас ограничилось только пересмотром прогноза, предупреждая, что негативный тренд продолжится и банк не сможет разрешить вопросы с проблемными кредитами и нарастить операционную эффективность, то рейтинг может быть понижен.

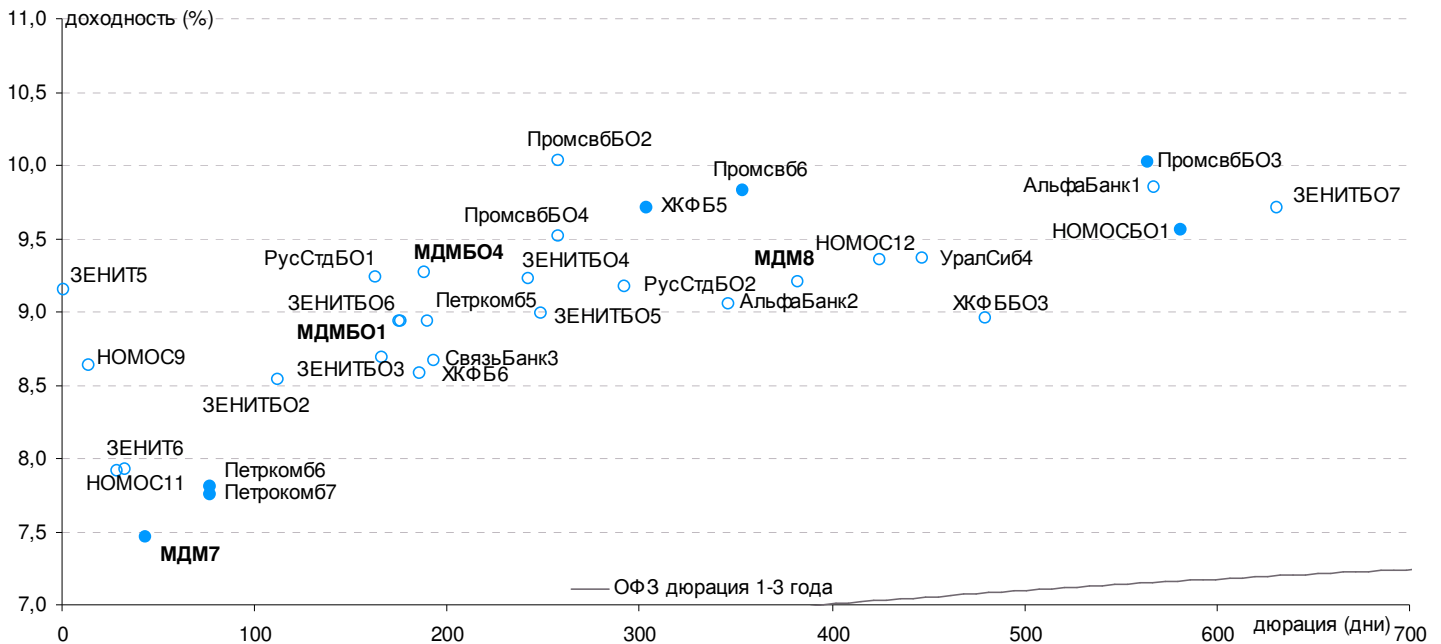
В настоящее время облигации МДМ Банка торгуются без какой-либо премии к бумагам других крупных частных банков, поэтому смотрятся неинтересно.

Финансовые показатели МДМ Банка по МСФО

Рейтинги (M / S&P / F)	МДМ Банк				
	Ba2 / BB- / BB				
Показатели отчетности, млрд руб.	2009	2010	1H 2010	1H 2011	%
Активы	403	383	--	349	-9%
Кредиты (net)	237	234	--	230	-2%
Кредиты (gross)	281	266	--	258	-3%
доля в активах	58,8%	61,0%	--	66,0%	---
NPL (>90дн.)	17,4%	14,4%	--	13,2%	---
уровень резервов	15,7%	11,9%	--	10,7%	---
Вложения в финансовые активы	26	28	--	22	-23%
доля в активах	6,3%	7,4%	--	6,2%	---
Средства клиентов	195	225	--	195	-13%
доля в активах	48,3%	58,8%	--	56,1%	---
Коэффициент достаточности общего капитала	21,3%	20,3%	--	21,8%	---
Чистые процентные доходы (до резервов)	21	18	10	8	-23%
Прибыль	-1,4	2,1	1,1	1,4	36%
Качественные показатели деятельности	2009	2010	1H 2010	1H 2011	%
Рентабельность собственных средств	отриц.	3,3%	--	4,5%	+1,1 п.п.
Рентабельность активов	отриц.	0,5%	--	0,8%	+0,3 п.п.
C / I	43,1%	64,6%	--	71,2%	+6,6 п.п.

Источник: данные банка, расчета Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Распределение доходностей эмитентов финансового сектора (06.06.2012)



Елена Федоткова

Башнефть (Ва2/-/ВВ) опубликовала полную версию финансовой отчетности по МСФО за 1 кв. 2012 г.

Накануне Башнефть обнародовала полную версию финансовой отчетности за 1 кв. 2012 г по МСФО и провела телеконференцию для аналитиков. Отметим, что главной причиной почти 20 %-ного квартального роста чистого долга компании стала вовсе не отрицательная величина свободного денежного потока, как мы предполагали, а увеличение долгосрочных депозитов, которые Башнефть отразила в разделе инвестиционная деятельность.

Событие. Вчера Башнефть опубликовала полную версию финансовой отчетности по МСФО за 1 кв. 2012 г. (предварительные результаты были объявлены компанией 30 мая) и провела телеконференцию для представителей инвестиционного сообщества.

Комментарий. Основной интригой перед публикацией полной версии финансовой отчетности Башнефти за 1 кв. 2012 г. являлось раскрытие причин, которые лежали в основе почти 20 %-ного квартального роста чистого долга (с \$ 1,9 до \$ 2,35 млрд). Оказалось, что базовым триггером увеличения этого показателя стала вовсе не отрицательная величина свободного денежного потока (при снижении CAPEX с \$ 256 млн до \$ 162 млн вследствие действия фактора сезонности), как мы предполагали, а увеличение долгосрочных депозитов (\$ 1,245 млрд), которые Башнефть отразила в разделе инвестиционная деятельность. Совокупный долг вырос на треть, в том числе вследствие размещения облигационного займа в начале текущего года. Интересно, что, согласно пояснению менеджмента, привлечение заемных средств на рынке с их последующим размещением на депозитах (преимущественно, рублевых) обусловлено сложившейся в 1 кв. 2012 г. благоприятной конъюнктурой и долгосрочными M&A планами компании. Что касается свободного денежного потока, то его величина составила \$ 200 млн, даже несмотря на негативное изменение оборотного капитала (вырос на \$ 389 млн, прежде всего, за счет увеличения дебиторской задолженности и запасов). Учитывая комфортную структуру долга, в котором порядка 90% - долгосрочные заимствования, мы не видим проблем с рефинансированием короткой части обязательств.

Из других позитивных моментов отчетности отметим эффективный контроль над издержками в сегменте downstream (снизились за квартал с \$ 6,2 до \$ 4,5 за баррель), что позволило предотвратить более существенную просадку показателя EBITDA (более

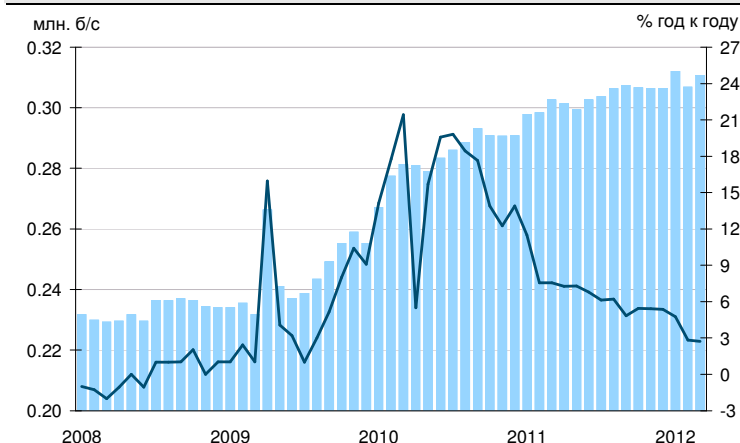
подробно см. наш Daily от 30.05.2012 г.), скорректированного на размер разовых доходов.

Наиболее ликвидные выпуски Башнефти за последний месяц просели в цене более чем на одну фигуру. Интересным для инвестирования мы считаем бонд Башнефть 4, который по последним сделкам торговался с ценой 99,7% от номинала и доходностью в 9,3% (PUT 02.2015).

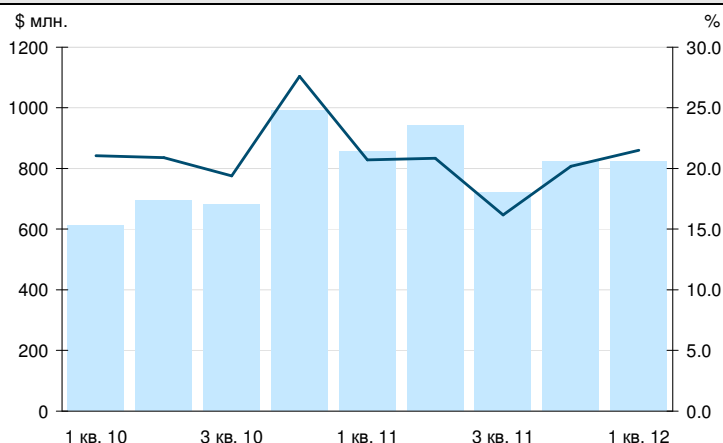
Финансовые результаты Башнефти за 1 кв. 2012 г по МСФО

\$ млн	1 кв. 2011	4 кв. 2011	1 кв. 2012	кв-к-кв, %	г-к-г, %	2011	2012 П	г-к-г, %
Выручка	3 486	4 083	3 923	- 4	13	16 549	18 392	11
ЕБИТДА	706	824	824	0	17	3 192	4 301	35
Маржа, %	20.3	20.2	21.0			19.3	23.4	
Чистая прибыль	370	387	444	15	20	1 696	2 610	54
Свободный денежный поток	7	425	204	- 52	2 814	1 377	2 124	54
Совокупный долг	4174	3385	4444	31	6	3385	-	
Долгосрочный обязательства	3341	2965	3869	30	16	2965	-	
Краткосрочные обязательства	833	420	575	37	-31	420	-	
Чистый долг	2 699	1 902	2 346	23	-13	1 902	n.a.	n.a.
Долг/ЕБИТДА	1.3	1.06	1.3	0,24	-	-	-	-
Чистый Долг/ЕБИТДА	0.84	0.6	0.71	0,11	-0,13	-	-	-

Динамика добычи нефти ОАО НК Башнефть



Динамика показателя ЕБИТДА и рентабельности по ЕБИТДА Башнефти



Источники: Reuters, данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Денис Борисов
Игорь Голубев

Норильский никель: противоречивые финансовые результаты 2011 года.

Норильский никель вчера вечером опубликовал отчетность за 2011 год, которая оставляет смешанное впечатление. С одной стороны, компании удалось продемонстрировать неплохие показатели по ЕБИТДА за 2 полугодие 2011 г. за счет хорошего контроля над затратами. С другой стороны, на уровне денежных потоков итоги года выглядят хуже: рост оборотного капитала, капитальных расходов и выкуп акций на \$9 млрд превратили «чистый кэш» компании в \$3 млрд на конец 2010 г. в чистый долг в \$3,5 млрд на конец 2011 г..

Событие. Норильский никель представит основные финансовые результаты по МСФО за 2011 г. По итогам второго полугодия выручка компании упала на 7.5% по сравнению с первой половиной года на фоне снижения цен на металлы, ЕБИТДА сократилась на 6,6%, а чистая прибыль осталась практически неизменной.

Комментарий. Отчетность Норильского никеля на уровне P&L выглядит достаточно

сильно и предполагает неплохой контроль менеджмента над издержками компании во втором полугодии, когда цены на цветные металлы на мировых рынках ощутимо пошли вниз. По итогам второй половины года фактическая EBITDA компании почти на 10% превзошла наши ожидания и оказалась несколько выше рыночного консенсуса.

В то же время на уровне денежных потоков результаты смотрятся значительно хуже: оборотный капитал Норникеля за год вырос, несмотря на некоторое снижение производственных показателей, денежный поток от операционной деятельности сократился на 15% до \$4,7 млрд, а капитальные расходы – выросли на 31% до \$2,25 млрд. Свободный денежный поток, таким образом, составил \$2,46 млрд, что более чем на треть меньше, чем годом ранее, а чистый кэш в \$3 млрд на конец 2010 г., благодаря выкупу собственных акций на \$9 млрд, превратился в чистый долг в \$3,5 млрд на конец 2011 г.

Долговая нагрузка Норильского никеля все равно остается одной из самых низких в отрасли, а его феноменальная рентабельность позволяет работать с хорошей маржой даже в условиях низких цен на металлы, что делает бумаги компании естественной защитной инвестицией. Единственный бондовый выпуск Норникеля остается довольно неликвидным инструментом. За последний месяц бумаги не потеряли в цене. Оба фактора, отмеченные выше, не позволяют нам рекомендовать облигации Норникеля к покупке.

Основные финансовые результаты Норильского никеля по МСФО

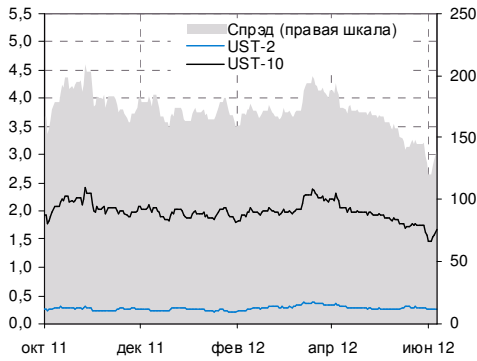
\$ млн	1 пол. 2011	2 пол. 2011	+/-, %	2010	2011	+/-, %
Выручка	7335	6787	-7.5	12775	14122	10.5
ЕВITDA	3743	3496	-6.6	7 209	7 239	0.4
Маржа, %	51.0	51.5		56.4	51.3	
Чистая прибыль	1 795	1 808	0.7	3 298	3 603	9.2
Операционный ДП	1 778	2 924	64.5	5 514	4 702	-14.7
Капиталовложения	1 046	1 200	14.7	1 717	2 246	30.8
Чистый долг	-1 200	3 528		-2 974	3 528	

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

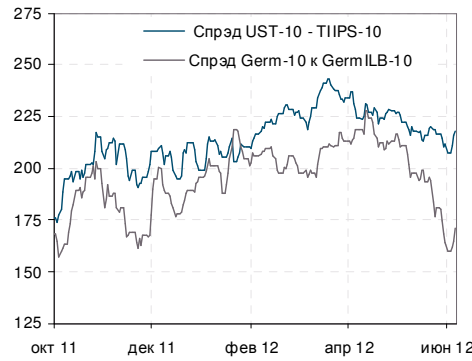
Юрий Волос, CFA

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

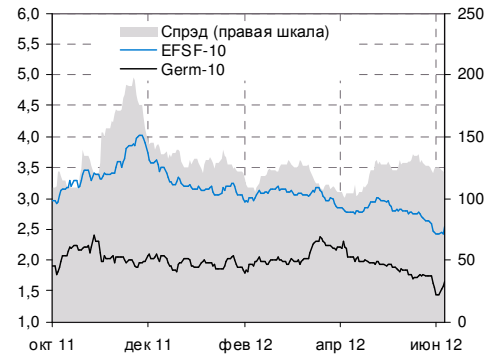
Казначейские обязательства США 2-летн. и 10-летн.



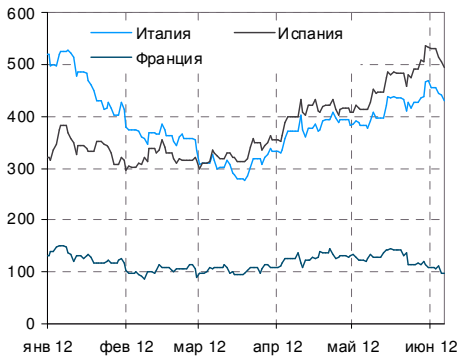
Спрэд UST-10 к TIPS-10 и Germ-10 к GermILB-10



10-летние бумаги Германии и EFSF-10



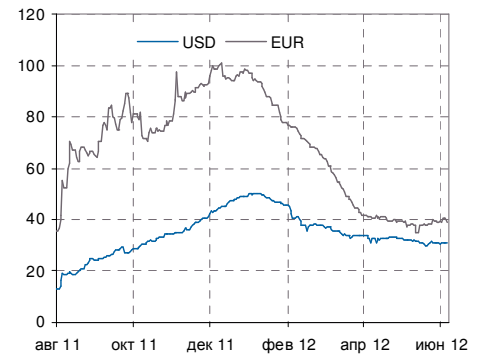
Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

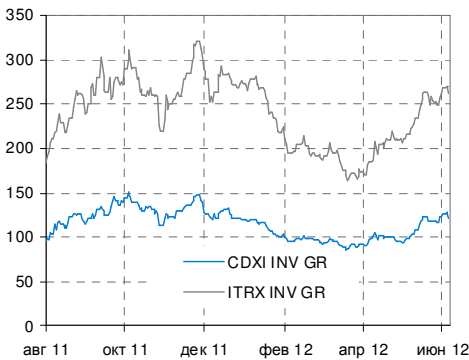


Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

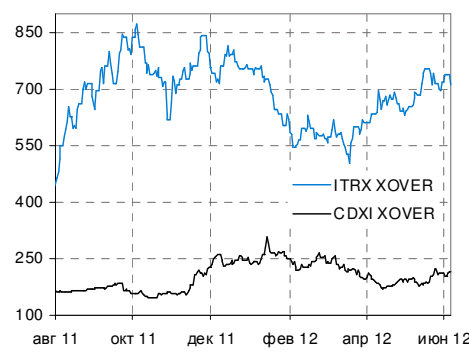


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

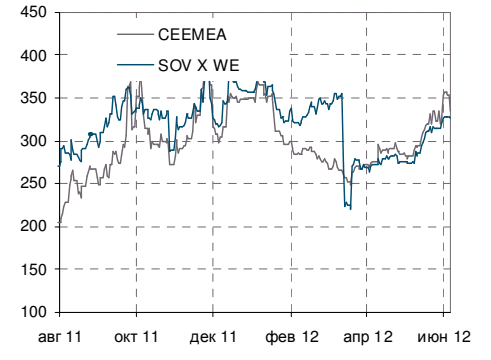
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX /Cross-Over

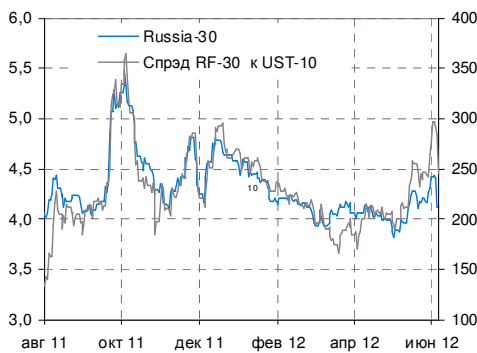


ITRX / Governments

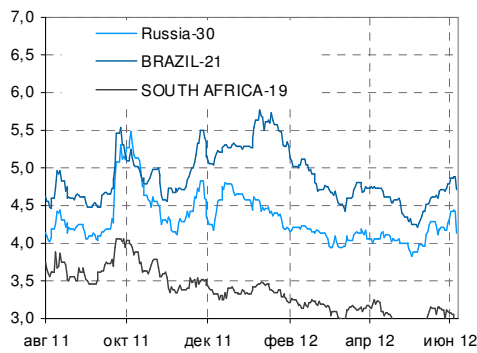


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

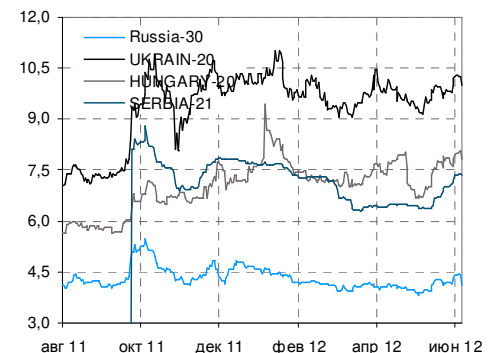
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

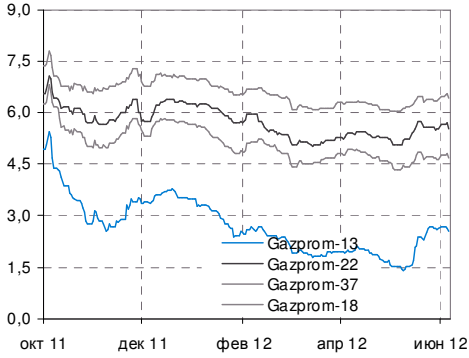


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

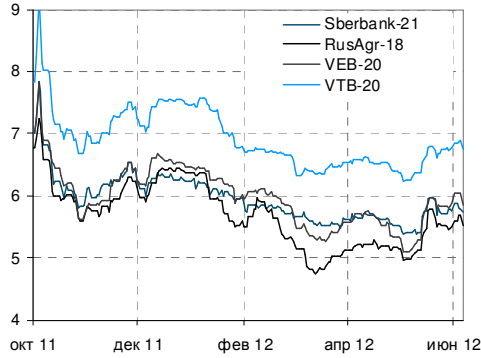


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

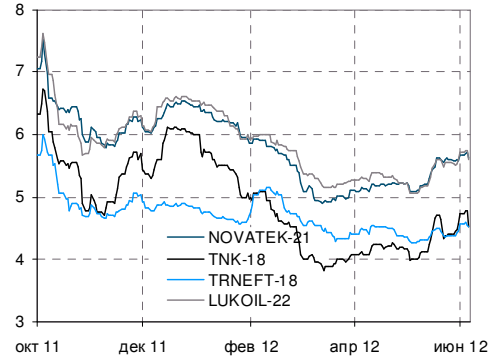
Еврооблигации Газпрома



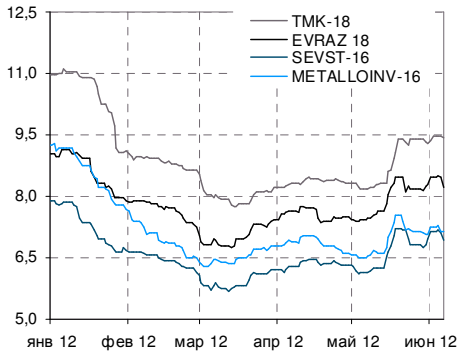
Евробонды госбанков



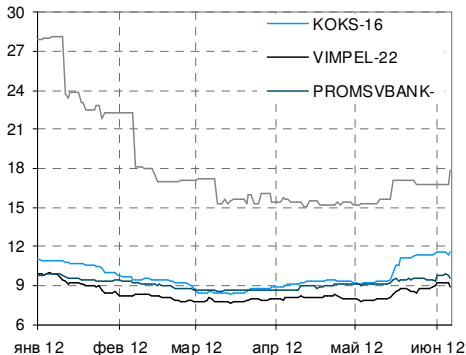
Еврооблигации нефтегазового сектора



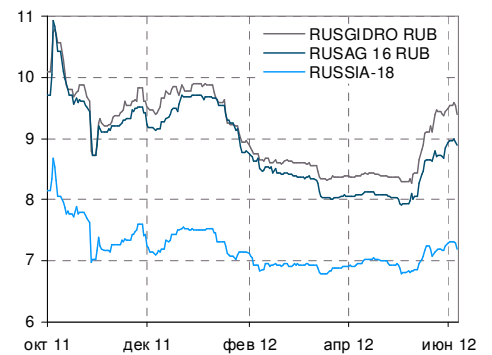
Еврооблигации металлургического сектора



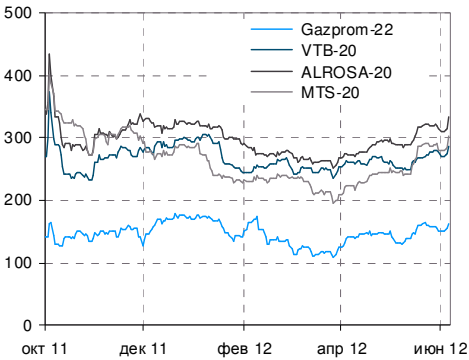
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



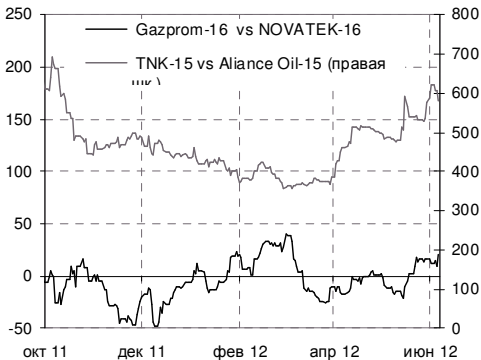
Еврооблигации, номинированные в рублях



Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

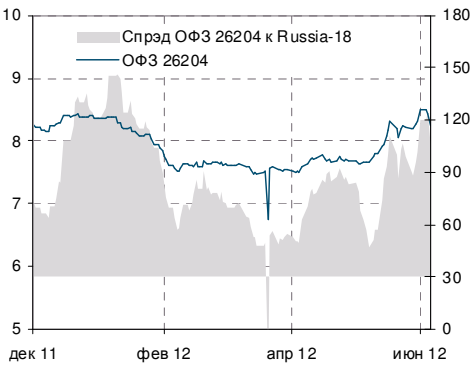


Спрэды в банковском секторе

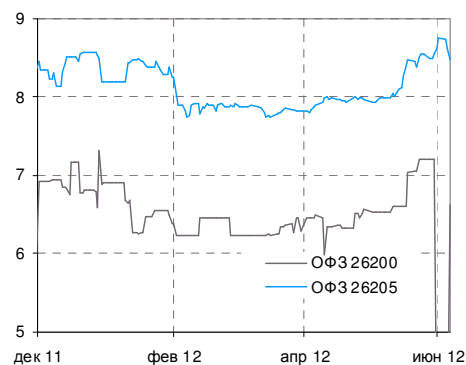


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

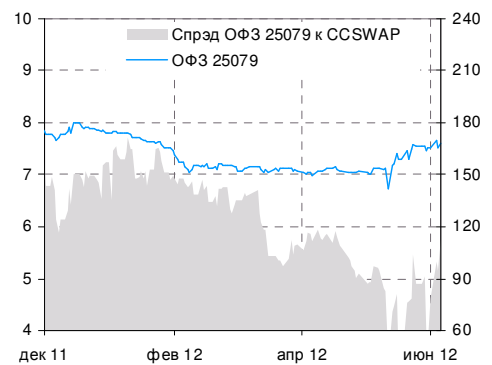
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

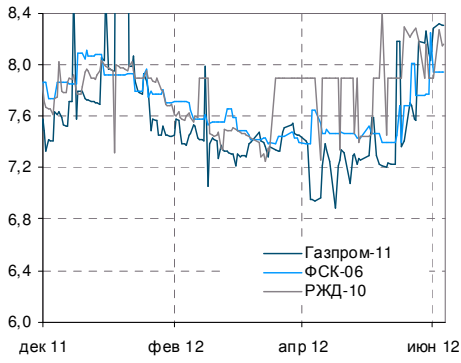


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

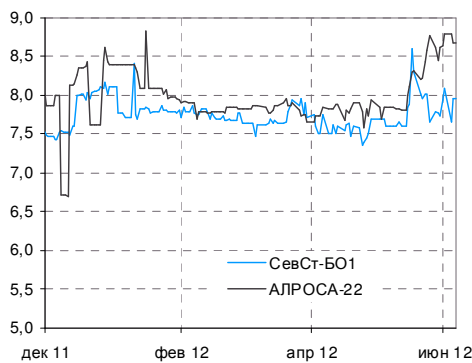


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

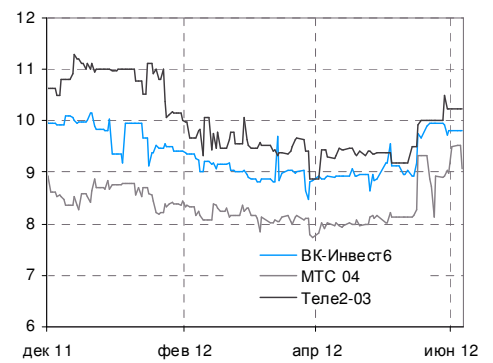
Доходности российских монополий



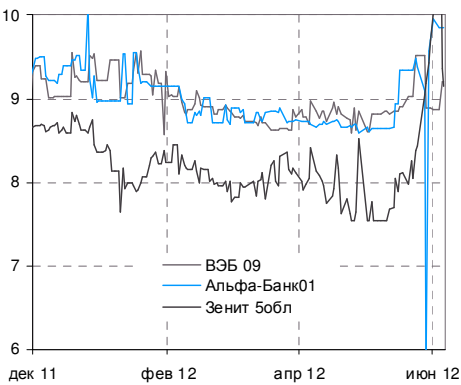
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



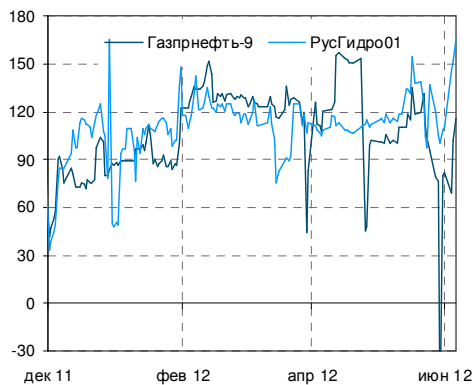
Доходности "Телекоммуникации"



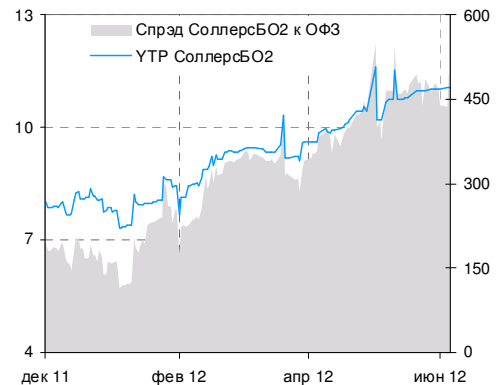
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

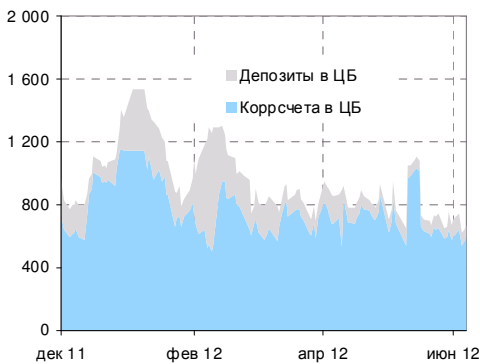


Облигации с текущей доходностью выше 10%

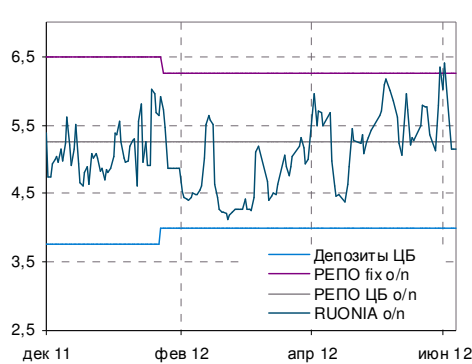


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

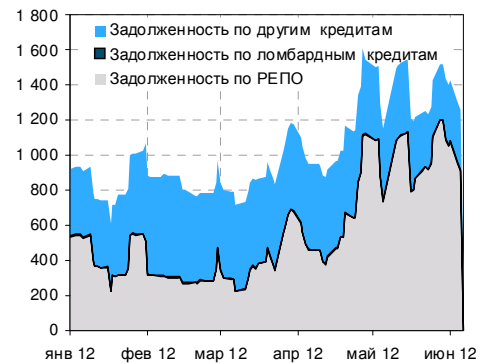
Динамика депозитов и остатков на корсчетах



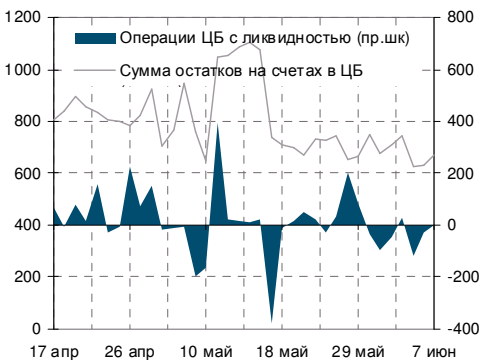
Динамика ставок денежного рынка



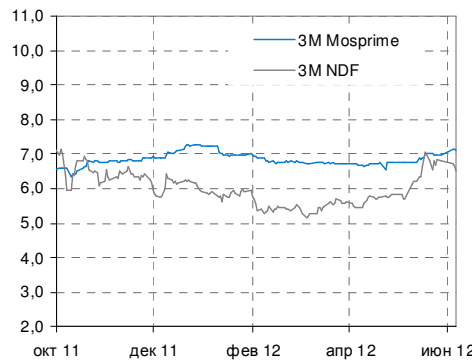
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



Влияние ЦБ на объем банковской ликвидности



3M Mosprime и ставка NDF



Динамика валютного курса



Аналитический департамент

Тел. (495) 797-32-48

Факс. (495) 797-52-48

research@nomos.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Нефть и газ

Денис Борисов

Borisov_DV@nomos.ru

Металлургия

Юрий Волон, CFA

Volov_YM@nomos.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин

Lyamin_MY@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin_IA@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

**Телекоммуникации/
Потребсектор**

Евгений Голосной

Golosnoy_EA@nomos.ru

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 абсолютные 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.