

Долговые и денежные рынки
11 апреля 2012 г.

Конъюнктура рынков

Внешние рынки

Возобновление торгов на европейских площадках только усилило общий консервативный настрой в отношении рискованных активов. С одной стороны, европейские инвесторы старались отыгрывать внешние новости, подталкивающие к укреплению «защитных» позиций. С другой – новостной поток из ЕС по большей части был негативным. Доходности испанских и итальянских бондов снова приближаются к максимумам текущего года.

Российские еврооблигации

С возвращением торговой активности сегмент оказался под давлением продавцов. При этом постепенное исчезновение заявок на покупку только усиливало масштабы отрицательных переоценок.

Рублевые облигации

В рублевых облигациях вчера сохранялся негативный настрой. Продажи в ОФЗ продолжались, сдвигая котировки вниз, особенно на длинной дюрации, что формирует беспокойство относительно успешности предстоящего сегодня доразмещения ОФЗ 26205. На текущих уровнях покупка не интересна. В негосударственных бумагах также преобладающей была отрицательная динамика котировок.

FX/Rates

Локальный валютный рынок, не дождавшись сигнала с внешних площадок, продолжил следовать в направлении ослабления рубля.

Наши ожидания

Внешним площадкам, очевидно, требуется приток позитива, но пока нет понимания, что может стать триггером для его появления. В целом, неплохое начало сезона корпоративных отчетов (оказавшиеся лучше прогнозов результаты Alcoa) могли бы отчасти нивелировать вчерашний sale-off в рискованных активах. Однако одного отчета явно недостаточно. Наличие же позитивных характеристик экономики США в публикуемой сегодня «Бежевой книге» не успеет проявиться в силу времени выхода отчета. Кроме того, не уменьшается давление проблем, связанных с европейскими долгами. Резюмируя, мы ожидаем продолжения коррекции на внешних рынках.

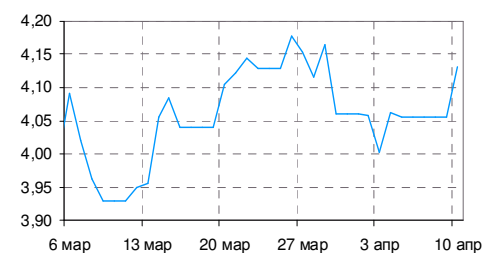
В условиях преобладающего негативного настроения на внешних площадках для российских евробондов мало шансов для обеспечения ценового роста, основной задачей становится по возможности «отделаться» минимальными ценовыми потерями.

Для рублевого долгового рынка сегодня центральное событие – размещение ОФЗ серии 26205, которое, как мы ожидаем, может оказаться довольно слабым, усиливая общие

Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	4,13	7
CDS России	193	0
MOSPRIME o/n	4,73	7
NDF 3М	5,56	9
	значение	изм
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	822,8	295
Остатки на депозитах, млрд руб.	96,2	-273
Доллар / рубль (ЦБ), руб	29,81	0,17
Корзина (ЦБ), руб	33,94	0,13

Динамика доходности Russia-30



Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3М	0,47	0,0
ERIBOR 3М	0,76	-0,2
EUR/USD	1,31	
UST-10	1,98	-6
Германия-10	1,64	-9
EFSF-10	2,76	-2
Италия - 10	5,67	23
Испания - 10	5,96	22
Португалия-10	12,00	5
CDS 5Y Ирландия	587	7
CDS 5Y Португалия	1135	26
CDS 5Y Италия	438	19
CDS 5Y Испания	484	19

Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	695,5	56
iTRAXX CEEMEA 5Y	295,4	19
iTRAXX SOVX WE 5Y	278,8	6

Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 25075	7,06	1
ОФЗ 26205	7,99	6
ОФЗ 26207	8,24	1
Газпром-11	7,39	0
РЖД-10	7,40	14
ФСК-6	7,46	0
РусГидро-1	8,37	8
МТС-04	8,01	5
Вк-Инвест6	8,91	2
Северсталь-БО1	7,50	0
ВЭБ-09	8,76	-10
Альфа-Банк01	8,70	4

Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	6,99	3
Gazprom-37	6,31	3
Sberbank-21	5,66	7
AlfaBank-21	8,12	4
Evraz-18	7,73	13
Vimpel-22	8,17	11
TNK-BP-18	4,66	9

негативные настроения.

Не следует, на наш взгляд, ждать существенных изменений и на локальном валютном рынке. Конъюнктура остается прежней – умеренно негативной, что будет способствовать продолжению плавного ослабления рубля.

Главные новости

Связь-Банк (-/ВВ/ВВ) – новое предложение.

Учитывая уровни последних размещений и текущие предложения, а также существующие риски в кредитном профиле банка, мы рекомендуем участвовать в займе ближе к верхней границе диапазона.

Мосэнерго (-/ВВ/-): результаты по МСФО за 2011 год.

Компания показала нейтральные результаты за 2011 год, в очередной раз засвидетельствовав прочный кредитный профиль. Долг на минимальном уровне. Бумаги компании, в силу их низкой ликвидности и не значительного спреда к ФСК, не интересны.

Райффайзенбанк: позитивные результаты за 2011 год.

Райффайзенбанк позитивно отчитался за 2011 год, выступая для материнского банка источником как прибыли, так и ликвидности. Бумаги эмитента на текущих уровнях малоинтересны.

Синергия: умеренные результаты за 2011 год.

В 2011 году Синергия, сделав упор на укреплении позиций на рынке крепкого алкоголя, потеряла в прибыльности бизнеса. Тем не менее, ее кредитное качество остается приемлемым, долговая нагрузка не вызывает серьезных опасений.

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

Возобновление торгов на европейских площадках только усилило общий консервативный настрой в отношении рискованных активов. С одной стороны, европейские инвесторы старались отыгрывать внешние новости, подталкивающие к укреплению «защитных» позиций. С другой – новостной поток из ЕС по большей части был негативным. Доходности испанских и итальянских бондов снова приближаются к максимумам текущего года.

Европейские площадки вчера оказались под натиском внешнего негативного фона (с отсрочкой проявилось влияние последней слабой американской макростатистики по рынку труда), собственных слабых макроданных (в частности, апрельского индекса доверия инвесторов), а также новых опасений, обусловленных ростом доходностей по европейским госдолгам. Отметим, что тенденция, проявившаяся на прошлой неделе и выражающаяся в том, что доходности при размещении новых долговых бумаг складывались выше, чем на предыдущих аукционах, достаточно серьезно повлияла и на вторичный сегмент.

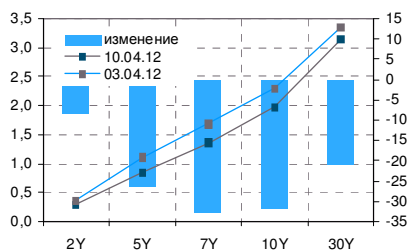
Так, по итогам вчерашнего дня доходности испанских и итальянских бумаг продолжали расти, прибавляя более чем 20 б.п. В результате, доходность 10-летних испанских бумаг по итогам дня вплотную приблизилась к отметке 6% (внутри дня данный уровень был преодолен), а по аналогичным итальянским бумагам доходность составляет почти 5,7%. Таким образом, спред к немецким бондам, которые остаются наиболее востребованными среди имеющегося «ассортимента» по странам ЕС, расширился до 403 б.п. (по итальянским бумагам, это максимум за период с февраля текущего года) и до 432 б.п. (по испанским, максимум с ноября 2011 года),

При этом доходность 10-летних бумаг Германии вчера установила очередной исторический минимум – 1,64%, снизившись на 9 б.п. относительно предыдущего закрытия. Факт предстоящего сегодня доразмещения 5-летних немецких бондов не был для такой динамики серьезным препятствием. В то время как ожидания сегодняшних аукционов по итальянским векселям на общую сумму 8 млрд евро и завтрашние размещения новых более долгосрочных обязательств добавляли негатива в отношении других бумаг, причем не только самой Италии.

В сегменте американского госдолга ситуация складывается достаточно понятно, в том смысле, что при проявлениях «бегства в качество» и падении фондовых индексов, которое наблюдалось вчера, покупки в UST увеличиваются. Так, доходность 10-летних UST снова опустилась ниже 2% годовых (1,98%, «-6 б.п.» относительно предыдущего закрытия).

Первые полноценные торги этой недели на международном валютном рынке сопровождались высокой волатильностью. Пара EUR/USD в течение дня находилась в довольно широком коридоре 1,3053-1,3144х. Стремительные движения в первой половине дня были обусловлены реакцией инвесторов на заявления главы Банка Японии о сохранении курса мягкой монетарной политики. Напомним, что японский регулятор удерживает ключевую процентную ставку на минимальном уровне, начиная с декабря 2008 года, кроме этого дополнительно стимулирует темпы экономического роста программами выкупа активов. Однако данная информация не смогла долго поддерживать спрос на рискованные активы. Возобновление интереса инвесторов к европейской валюте наступило после публикации статданных о росте промышленного производства во Франции. Вместе с тем, общий скептический настрой, не позволявший участникам рынка выбрать одно из направлений

Кривая доходности гособлигаций США



«вверх» или «вниз», сохранялся в течение дня. При закрытии торгов валютная пара EUR/USD находилась на уровне 1,308х. Сегодня в рамках азиатской сессии можно наблюдать попытку евро немного компенсировать вчерашнее снижение.

*Ольга Ефремова
Алексей Егоров*

Российские еврооблигации

С возвращением торговой активности сегмент оказался под давлением продавцов. При этом постепенное исчезновение заявок на покупку только усиливало масштабы отрицательных переоценок.

Вчерашняя торговая сессия сложилась для российских еврооблигаций весьма некомфортно. Возобновление торгов на европейских площадках только усилило общие негативные настроения, в силу того, что инвесторы «Старого Света» поторопились внести свою «лепту» в общий процесс сокращения позиций в рисковом активах, в том числе и в российских.

В целом, можно констатировать, что начало торгов характеризовалось «гэпом» вниз в диапазоне 0,125% - 0,375%. Продажи перешли в более активную стадию с открытием американских площадок.

Так, в суверенных Russia-30 котировки с открытием торгов потеряли порядка 0,25%, к концу дня – еще 25 б.п., снизившись в итоге до 119,125% (YTM 4,13% годовых). Сопоставимо – порядка 50 б.п. - потерял в цене и бонд Russia-42 (YTM 5,59% годовых). По более коротким госвыпускам ценовые потери ограничивались 10-30 б.п.

В негосударственном секторе в аутсайдерах были бумаги Промсвязьбанка. Выпуски Promsvz-13 и Promsvz-14 подешевели почти на 1,5%, а субординированные, Promsvz-15, где в отличие от субординированных бумаг с погашением в 2016 и 2018 годах оставалась какая-то ликвидность, подешевели на 2%. Такая динамика усилила давление и на другие частные банки – потери в бумагах Альфа-Банка составляли порядка 25 б.п.

В остальном же, несмотря на преобладание довольно негативного настроения, отрицательные переоценки оставались в пределах 50-75 б.п. В заявках на продажу фигурировали бумаги Vimpel-22, Vimpel-21, Sevstal-17, Evraz-18, длинные выпуски Газпрома и Лукойла. Что касается выпусков квазисуверенных банков, то здесь отрицательные переоценки ограничивались 25-50 б.п. В частности, новому выпуску VTB-17 удалось задержаться при закрытии в районе номинала, хотя при открытии торгов выпуск котировался по 100,35%.

Ольга Ефремова

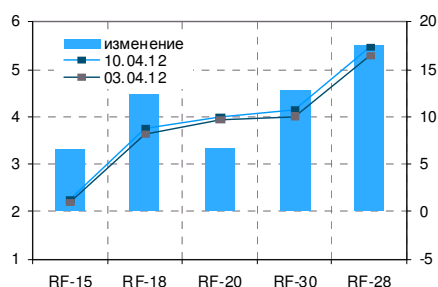
Рублевые облигации

В рублевых облигациях вчера сохранялся негативный настрой. Продажи в ОФЗ продолжались, сдвигая котировки вниз, особенно на длинной дюреции, что формирует беспокойство относительно успешности предстоящего сегодня доразмещения ОФЗ 26205. На текущих уровнях покупка не интересна. В негосударственных бумагах также преобладающей была отрицательная динамика котировок.

Во вторник продажи продолжались. Наименее защищенным выглядел сегмент ОФЗ, который в силу наличия ликвидности первым и наиболее ярко реагирует на внешний негатив.

В среднем снижение котировок в госбумагах было на уровне 10-40 б.п. При этом «слабым звеном» были выпуски длинной с дюрецией более 4 лет – 26204 (YTM 7,72%), 26205 (YTM 7,99%), 26206 (YTM 7,6%) и 26207 (YTM 8,29%). В такой ситуации появились серьезные опасения относительно успешности запланированного на сегодня аукциона по доразмещению бумаг серии 26205 в объеме 35,787 млрд руб., по которым ориентир Минфина обозначен диапазоном 7,9% - 8%.

Кривая доходности гособлигаций России



Очевидно, что интерес участников может проявиться при доходности не меньше чем 8% (то есть по верхней границе), но, на наш взгляд, и на этом уровне он будет весьма сдержанным, не обеспечив заметного объема размещения. Как мы полагаем, инвесторы не настроены на покупку при текущих уровнях.

В корпоративном секторе отрицательные переоценки также преобладали, хотя количество сделок изрядно уменьшилось по сравнению с уровнями прошлой недели и масштаб ценовой «просадки» редко выходил за пределы 30 б.п. Наиболее значительным снижением котировок было в бумагах МТС, Теле2, в выпусках РусалБр-7, РСХБ-5, биржевых облигациях Промсвязьбанка серий 02 и 03.

Ольга Ефремова

Forex/Rates

Локальный валютный рынок, не дождавшись сигнала с внешних площадок, продолжил следовать в направлении ослабления рубля.

Отсутствие четкого тренда пары EUR/USD в рамках азиатской сессии, стало поводом для негатива на локальном валютном рынке. При открытии торгов стоимость бивалютной корзины практически соответствовала уровню при закрытии площадок в понедельник, а курс доллара оказался немного ниже предыдущего значения, но к окончанию сессии доллар прибавил в цене 10 коп., а бивалютная корзина - 12 коп. Негативный фон также усиливала неблагоприятная ситуация на сырьевых площадках: стоимость нефти марки Brent вчера вплотную подошла к отметке 120 долл. за барр., тогда как еще на прошлой неделе она торговалась на уровнях 125 долл. за барр. На наш взгляд, пока рано судить о долгосрочных тенденциях, скорее всего, рынки продолжают переживать возможность отказа ФРС от стимулирующих мер. Вместе с тем, мы полагаем, что в ближайшее время это может отойти на второй план и стоимость «черного золота» вновь начнет расти, а это позитивно отразится на курсе рубля.

Ликвидность банковской системы за вчерашний день, несмотря на довольно сильное сокращение объемов задолженности перед ЦБ по инструменту прямое РЕПО (порядка 232,26 млрд руб.), увеличилась на 22,3 млрд руб. Так, согласно данным ЦБ, сумма остатков на корсчетах и депозитах составила до 919 млрд руб. Примечательно то, что депозитная компонента за вчерашний день сжалась до 96 млрд руб. Спрос на ликвидность на вчерашних аукционах ЦБ был весьма низким, количество заявок оказалось недостаточно для полного покрытия лимитов, открытых регулятором по однодневному и семидневному РЕПО. Однако рыночный спрос на ресурсы немного вырос. Так, ставки денежного рынка вчера немного увеличились: MosPrime o/n («+7 б.п.») 4,73%.

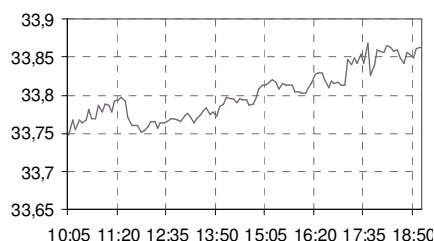
Алексей Егоров

Наши ожидания

Внешним площадкам, очевидно, требуется приток позитива, но пока нет понимания, что может стать триггером для его появления. В целом, неплохое начало сезона корпоративных отчетов (оказавшиеся лучше прогнозов результаты Alcoa) могли бы отчасти нивелировать вчерашний sale-off в рискованных активах. Однако одного отчета явно недостаточно. Наличие же позитивных характеристик экономики США в публикуемой сегодня «Бежевой книге» не успеет проявиться в силу времени выхода отчета. Кроме того, не уменьшается давление проблем, связанных с европейскими долгами. Резюмируя, мы ожидаем продолжения коррекции на внешних рынках.

В условиях преобладающего негативного настроения на внешних площадках для российских еврооблигаций мало шансов для обеспечения ценового роста, основной задачей становится по возможности

Динамика бивалютной корзины



«отделаться» минимальными ценовыми потерями.

Для рублевого долгового рынка сегодня центральное событие – размещение ОФЗ серии 26205, которое, как мы ожидаем, может оказаться довольно слабым, усиливая общие негативные настроения.

Не следует, на наш взгляд, ждать существенных изменений и на локальном валютном рынке. Конъюнктура остается прежней – умеренно негативной, что будет способствовать продолжению плавного ослабления рубля.

*Ольга Ефремова
Алексей Егоров*

Календарь событий

Долговой рынок

- 12 апреля Размещение: Банк Зенит, БО-07
Размещение: МЕТКОМБАНК (Ренова), 01

Внешний долговой рынок

- 12 апреля Размещение гособлигаций Италии с плавающей ставкой.

Макроэкономические события

- 11 апреля Публикация отчета «Бежевая книга» в США

- 12 апреля Публикация ежемесячного отчета ЕЦБ

Промпроизводство в ЕС за февраль

Публикация PPI в США за март

- 13 марта Отчет по промпроизводству в Китае в марте

Публикация данных по ВВП Китая за 1 кв. 2012 года

Публикация прогнозов по CPI Германии за март

Публикация CPI США за март

Данные по розничным продажам в Китае за март

Прогнозный индекс потребительского доверия в США от Мичиганского университета за апрель

Корпоративные события

- 11 апреля X5, продажи за 1 кв. 2012 г.

- 12 апреля Детский мир, отчетность за 4 кв. и 2011 г. (US GAAP)

- Апрель Синергия, отчетность за 2011 г. (МСФО)

Денежный рынок

- 11 апреля Возврат Минфину 7 млрд руб. с депозитов (13 марта под 6,12%)

Возврат Фонду ЖКХ 3,5 млрд руб. с депозитов (15 марта под 6,36%)

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Новости коротко

Макроновости

- По данным Банка России, **объем денежной базы** в широком определении в марте 2012 года вырос на 0,3% (27,1 млрд руб.) и по состоянию на 1 апреля составил 7787,8 млрд руб. С начала года денежная база сократилась на 9,9% (856,3 млрд руб.).
- Спрос на средства федерального бюджета на депозитном аукционе Минфина РФ составил 6 млрд руб. при предложении в 10 млрд руб. Минимальная процентная ставка размещения была установлена на уровне 5,9% годовых. В аукционе приняли участие 2 банка. Диапазон ставки купона в направленных заявках: 5,9% - 5,92% годовых. Ставка отсечения составила 5,9% годовых. Средневзвешенная ставка по подлежащим удовлетворению заявкам – 5,91% годовых.

Долговые рынки

- **ОАО «ЧТПЗ»** установил ставку 9-14-го купонов по облигациям серии 03 на уровне 8% годовых. Напомним, что выпуск облигаций общим номинальным объемом 8 млрд. рублей был размещен в апреле 2008 года сроком на 7 лет.
- Минфин России 11 апреля 2012 года проведет аукцион по размещению **ОФЗ серии 26205** в объеме 35,787 млрд руб. Ориентиры по доходности размещения от 7,9% до 8% годовых.
- **Группа Evraz** проведет в период с 12 по 16 апреля ряд встреч с инвесторами в Европе и США, по итогам которых может выпустить долларовые евробонды в зависимости от конъюнктуры рынка. План встреч: 12 апреля - в Лондоне, в Лос-Анджелесе, 13 апреля - продолжатся в Лондоне и пройдут в Бостоне, а 16 апреля - в Женеве, Франкфурте-на-Майне и Нью-Йорке.
- Ставка 2 купона по облигациям **СЗКК** серий 03 и 04 утверждена в размере 6,73% годовых. Напомним, по выпускам установлена плавающая ставка купона, рассчитываемая как сумма размера годовой инфляции и маржи в размере 300 б.п.
- **«Ютэйр-Финанс»** открывает книгу заявок по облигациям серии БО-06 и БО-07 общим объемом 3 млрд руб. Книга заявок открыта с 11 апреля 2012 года и до 20 апреля 2012. Дата начала размещения назначена на 25 апреля. Объем эмиссии каждого выпуска - 1.5 млрд руб.

Рейтинги и прогнозы

- Рейтинговое агентство Moody's присвоило предварительный рейтинг «В1» ожидаемому выпуску долларовых **облигаций Evraz Group S.A.** Прогноз рейтинга бумаг – «Стабильный». Срок обращения евробондов, объем выпуска и цена размещения будут зависеть от рыночных условий. Финальный рейтинг, как уточняется в отчете агентства, будет присвоен бумагам после получения окончательной информации по выпуску и может отличаться от предварительного рейтинга.
- Fitch подтвердило долгосрочный рейтинг дефолта эмитента в иностранной валюте **Evraz Group S.A.** на уровне «BB-» со «Стабильным» прогнозом. Краткосрочный РДЭ в иностранной валюте подтвержден на уровне «В». Fitch также присвоило ожидаемый рейтинг «BB-(exp)» запланированному выпуску еврооблигаций Evraz.

Главные новости

Связь-Банк (-/ВВ/ВВ) – новое предложение.

Учитывая уровни последних размещений и текущие предложения, а также существующие риски в кредитном профиле банка, мы рекомендуем участвовать в займе ближе к верхней границе диапазона.

Событие. Связь-Банк вчера открыл книгу заявок на облигации серии 04 объемом 5 млрд руб. Ориентир по ставке купона – 8,75-9,00% годовых, по доходности – 8,94-9,20% к годовой оферте. Дата закрытия книги – 23 апреля, предварительная дата размещения – 24 апреля.

Комментарий. С этим займом Связь-Банк пытался выйти на рынок в феврале текущего года, однако впоследствии дата размещения была перенесена на март, а впоследствии, видимо, и на апрель. Отметим, что при февральском book-building выпуск маркировался с доходностью на 20 б.п. выше текущего предложения – 9,2-9,46% годовых.

Более подробно мы рассматривали финансовые показатели Связь-Банка в феврале текущего года (см. наш обзор http://www.nomos.ru/upload/iblock/ef4/NOMOS_daily_debt_markets_07_02_2012.pdf).

Напомним, после санации банка ВЭБу принадлежит 99,4666% акционерного капитала эмитента. Таким образом, риски кредитной организации можно назвать квазисуверенными. Н1 на 1 марта 2012 года был на высоком уровне 17,23%. Тем не менее, около трети активов банка приходится на ценные бумаги, что ставит его в зависимость от рыночных рисков. На 1 марта у Связь-Банка сохранялась задолженность перед ЦБ и Минфином – 8,3 млрд руб. и 4,3 млрд руб. соответственно. Скорее всего, часть ее сохраняется и на 1 апреля. В целом, привлечение нового займа позитивно повлияло бы на структуру пассивов, «удлиняя» ее.

В целом, ориентируясь на рейтинг, предложенные ориентиры с премией от 100 б.п. к кривой госбанков, смотрятся неплохо и по нижней границе. Тем не менее, учитывая предложения Банка ЗЕНИТ, размещение МСП-Банка и Интезы, заем уже не смотрится столь привлекательным. Кроме того, наиболее ликвидный выпуск Глобэксбанка (-/ВВ/ВВ) серии БО-02 торгуется с доходностью, близкой к 9,5% годовых при немного более длинной дюрации (443 дня) при тех же рейтингах. Таким образом, мы видим участие в займе интересным все же ближе к верхней границе диапазона.

Финансовые показатели Связь-Банка по РСБУ

млн руб.	1 янв 11	1 янв 12	1 мар 12	1мар12 / 1мар11	1янв12 / 1янв11
Активы	175 423	221 936	221 160	42%	27%
Денежные средства и драгметаллы	4 609	6 296	2 892	20%	37%
Доля в активах	3%	3%	1%	---	---
МБК (размещенные средства)	42 174	19 459	15 285	-52%	-54%
Кредитный портфель (gross)	79 396	125 320	129 011	56%	58%
Уровень просрочки	8,7%	4,0%	3,8%	---	---
Покрытие просрочки резервами	116,5%	117,1%	118,7%	---	---
Кредиты физлиц	7,9%	12,5%	12,6%	---	---
Кредиты/Клиентские средства	82,6%	87,7%	90,2%	---	---
Доля в активах	40,7%	53,8%	55,7%	---	---
Операции с ценными бумагами	52 322	70 402	73 390	79%	35%
Облигации	47 954	64 984	68 472	83%	36%
Доля в активах	29,8%	31,7%	33,2%	---	---
Капитал*	13 264	15 037	16 549	27%	13%
Доля в активах	7,6%	6,8%	7,5%	---	---
МБК (привлеченные средства)	53 461	40 103	42 498	38%	-25%
Средства клиентов	72 432	66 514	52 662	-18%	-8%
Депозиты	23 667	76 360	90 306	148%	223%
Выпущенные ценные бумаги	3 523	17 104	13 354	591%	386%
доля выпущенных ценных бумаг в пассивах	2,0%	7,7%	6,0%	---	---

Балансовая прибыль	6 032	3 727	53	-93%	-38%
* первый раздел 101 формы					

Структура активов Связь-Банка

Структура привлеченных средств клиентов

■ МБК (размещенные ср-ва) ■ Кредитный портфель (net)
 ■ Операции с цен. бумагами ■ Прочее

■ Средства юрлиц ■ Средства физлиц
 ■ Депозиты юрлиц ■ Депозиты физлиц

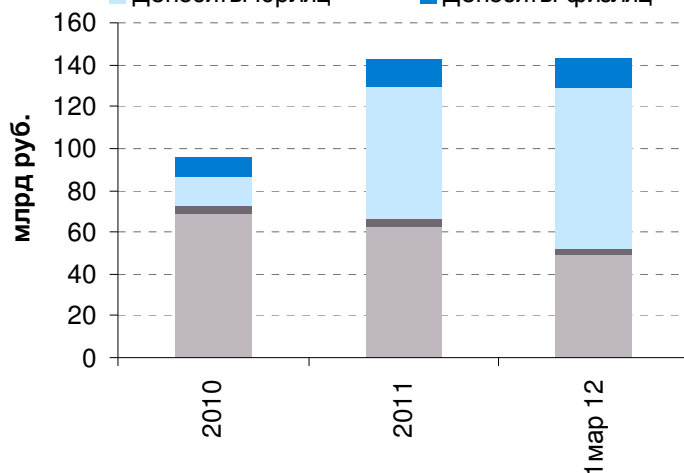
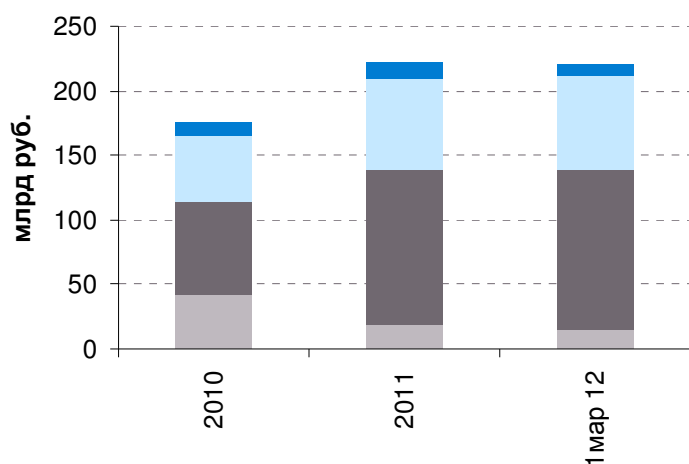
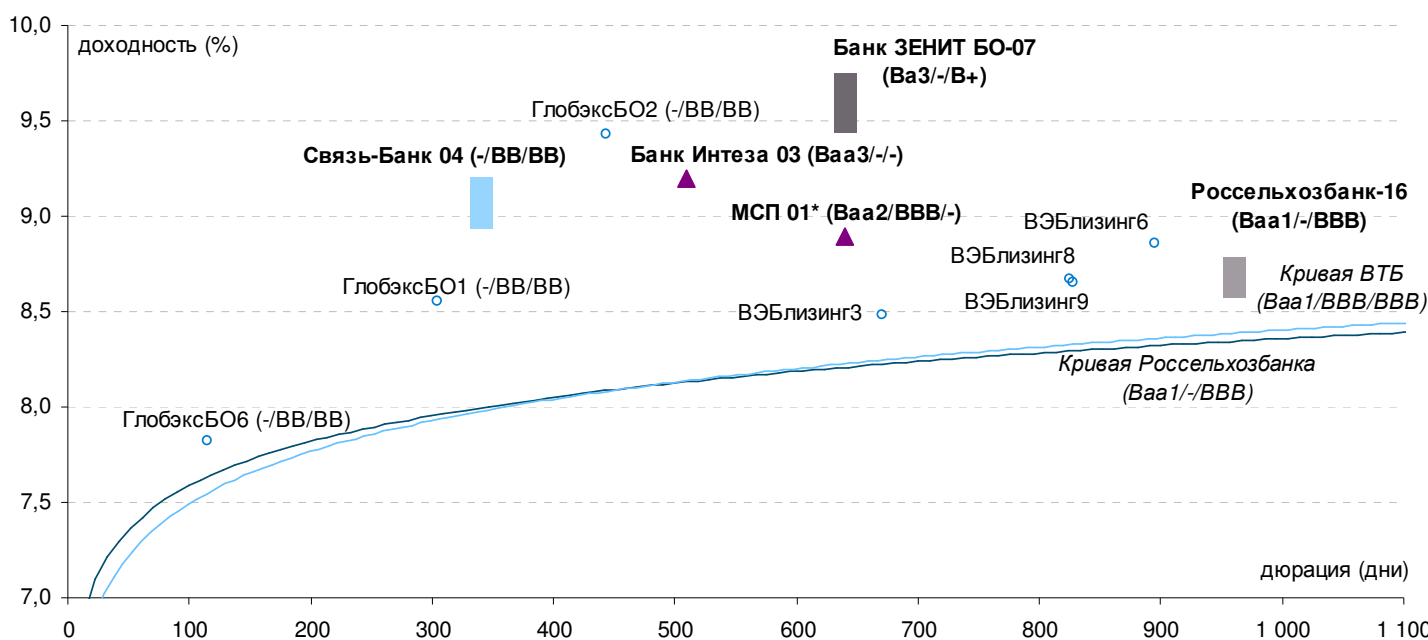


График доходности облигаций финансового сектора



Елена Федоткова

Мосэнерго (-/BB/-): результаты по МСФО за 2011 год.

Компания показала нейтральные результаты за 2011 год, в очередной раз засвидетельствовав прочный кредитный профиль. Долг на минимальном уровне. Бумаги компании, в силу их низкой ликвидности и не значительного спреда к ФСК, не интересны.

Событие. Вчера Компания представила результаты по МСФО за 2011 год.

Комментарий. В целом представленные результаты свидетельствуют о сохраняющемся высоком кредитном качестве компании. За прошедший год совокупные продажи составили 161,1 млрд руб., что было на 11% выше результата годом ранее. Положительное влияние на маржинальность Мосэнерго оказал более медленный рост затрат. Здесь значительный вклад внесли сокращение расходов на оплату как результат высокой базы 2010 года вследствие выплаты бывшему менеджменту. В

итоге, показатель EBITDA margin вырос на 1 п.п до 14,9%, а EBITDA увеличилась за год на 19%. Как негативный момент мы отмечаем, что операционный денежный поток довольно весомо сократился: с 22,7 млрд руб. до 16,6 млрд руб. Данный факт стал следствием роста дебиторской задолженности более чем на треть с 18,9 млрд руб. до 25,4 млрд руб., что в значительной степени опережает динамику выручки («+11%»). Вместе с тем, указанных средств в полном объеме хватило на финансирование инвестиционных расходов. Долговая нагрузка Мосэнерго продолжила сокращаться, и по итогам года долговой портфель составил 15,6 млрд руб., что на 11% ниже результатов годом ранее. Метрика Debt/EBITDA была ниже единицы – 0,65x. В рамках текущего года Мосэнерго предстоит погасить лишь треть кредитного портфеля – 5,3 млрд руб. Стоит отметить, что по итогам отчетного периода у компании был довольно весомый запас средств, полностью покрывающий долг – 23,5 млрд руб. Долговые бумаги Мосэнерго, как и большинство бондов в секторе электроэнергетики, довольно неликвидные. Данный факт вкупе с незначительной премией к кривой ФСК, на наш взгляд, делает облигации эмитента не интересными для инвестиций.

Показатели Мосэнерго по МСФО

руб. млн	Мосэнерго		
	2010	2011	Изм. %
Выручка	145 298	161 119	10,9
Операционный денежный поток	22 710	16 562	-27,1
Свободный денежный поток	28 422	-10	-
EBITDA	20 044	23 928	19,4
Чистая прибыль	8 769	8 818	0,6
% расходы	138	198	43,5
Активы	254 080	262 421	3,3
Денежные средства и их эквиваленты	28 334	25 572	-9,7
Финансовый долг, в т.ч.:	17 540	15 587	-11,1
долгосрочный	12 564	10 233	-18,6
краткосрочный	4 976	5 354	>100
Чистый долг	-10 794	-9 985	-7,5
Рентабельность EBITDA	13,8%	14,9%	+1,1 б.п.
Рентабельность по чистой прибыли	6,0%	5,5%	-0,6 б.п.
Фин.долг/EBITDA	0,88	0,65	-0,22
Чистый долг/EBITDA	отриц.	отриц.	-
EBITDA/% расходы	145,25	120,85	-24,40
Фин. долг/Активы	0,07	0,06	-0,01

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Игорь Голубев

Райффайзенбанк: позитивные результаты за 2011 год.

Райффайзенбанк позитивно отчитался за 2011 год, выступая для материнского банка источником как прибыли, так и ликвидности. Бумаги эмитента на текущих уровнях малоинтересны.

Событие. ЗАО «Райффайзенбанк» представил инвесторам результаты деятельности по МСФО за 2011 год.

Комментарий. Ранее мы рассматривали результаты российского подразделения, когда анализировали итоги всей Группы Raiffeisen за 2011 год в нашем обзоре от 24 февраля текущего года (http://www.nomos.ru/upload/iblock/d96/NOMOS_daily_debt_markets_24_02_2012.pdf).

Напомним, что тогда мы высказали предположение, что, как и в 3 квартале, основным генератором прибыли Группы в 4 квартале выступит российское подразделение. В целом, так и сложилось: ЗАО «Райффайзенбанк», на которое приходится менее 10% консолидированных активов, заработал порядка 115 млн евро, то есть немногим более половины (52%) консолидированной прибыли.

Конец года сложился для банка довольно успешно – 4 квартал принес банку 4,8 млрд руб. чистой прибыли (13,9 млрд руб. в целом по 2011 году), против 2,3 млрд руб. в 3 квартале или 1,1 млрд руб. за аналогичный период предшествующего года. Во многом

столь успешным результатом банк обязан восстановлению резервов в конце года на 2,4 млрд руб. Однако операционный доход также показывает положительную, хотя и не столь яркую динамику: 10,1 млрд руб. против 9,6 млрд руб. в 3 квартале и 8,1 млрд руб. в 4 квартале 2010 года.

Восстановление резервов стало возможным благодаря росту качества кредитного портфеля: NPL упал в течение 2011 года с 8,8% до 5,8%. Среди интересных моментов мы отмечаем сокращение кредитного портфеля (gross) в 4 квартале прошлого года на 5% до 377 млрд руб. Такое движение против рыночных тенденций можно объяснить как желанием сделать акцент на качестве портфеля после 18%-го роста в 3 квартале прошлого года, так и, что нам кажется более вероятным, общегрупповой задачей повышения достаточности капитала (напомним, что Core Tier 1 Ratio Группы в конце 2011 года превысил необходимые 9% и достиг 9,3%). В результате в 4 квартале мы и наблюдаем у банка сокращение кредитования при выходе в cash (доля денежных средств и их эквивалентов на конец года достигла 23,1%) и восстановлении резервов, что приводит к наращиванию прибыли. При этом для Группы российская дочка выступает еще и источником ликвидности – на счетах материнского банка было размещено на конец 2011 года порядка 93 млрд руб. денежных средств, при этом привлечено в качестве заимствований заметно меньше – 47 млрд руб.

Напомним, у российского банка сейчас в обращении находится два рублевых выпуска, которые на текущих уровнях смотрятся неинтересно.

Финансовые показатели банков по МСФО

Международные рейтинги (M / S&P / F)	ЮниКредит Банк		Райффайзенбанк				
	- / BBB / BBB+		Baa3 / BBB / BBB+				
Балансовые показатели, млрд руб.	2011	Изменение за 2011, %	2009	2010	9М 2011	2011	Изменение за 2011, %
ASSETS	772,0	34%	512,7	508,3	616,8	605,1	19%
Cash and cash equivalents	24,5	-22%	145,2	84,3	127,4	139,5	66%
% assets	3,2%	---	28,3%	16,6%	20,7%	23,1%	---
Loans	472,7	22%	244,5	283,6	372,6	354,7	25%
Loans (gross)	488,5	22%	270,3	310,5	398,6	377,4	22%
% assets	61,2%	---	47,7%	55,8%	60,4%	58,6%	---
NPL (>90дн.)	3,7%	---	10,1%	8,8%	5,9%	5,8%	---
allowance for loan impairment	3,2%	---	9,5%	8,7%	6,5%	6,0%	---
Customer accounts	462,9	40%	259,1	286,7	411,9	399,5	39%
% assets	60,0%	---	50,5%	56,4%	66,8%	66,0%	---
EQUITY	88,3	27%	79,1	85,9	90,6	95,8	11%
% assets	11,4%	---	15,4%	16,9%	14,7%	15,8%	---
Total Capital Adequacy Ratio	12,8%	---	18,0%	16,2%	n/a	n/a	---
Показатели прибыльности, млрд руб.	2011	Изменение за 2011, %	2009	2010	9М 2011	2011	Изменение за 2011, %
Net interest income	21,8	-4%	30,8	21,8	18,3	24,4	12%
Fee and commission income	6,8	17%	7,7	9,1	7,3	10,0	10%
Provisions charge for loan impairment	-2,7	-48%	-15,3	-4,0	-1,19	1,19	-130%
Operating income*	32,8	17%	38,6	31,5	27,5	37,6	19%
Operating expenses	-10,3	0%	-16,7	-18,1	-14,2	-20,5	13%
Profit for the period	15,8	56%	5,4	7,3	9,0	13,9	90%
Качественные показатели деятельности	2011	Изменение за 2011, %	2009	2010	9М 2011	2011	Изменение за 2011, %
RoAA	2,3%	0,4%	1,0%	1,4%	2,1%	2,5%	1,1%
RoAE	20,0%	4,4%	7,1%	8,8%	13,6%	15,3%	6,4%
NIM	3,4%	-1,2%	n/a	6,1%	n/a	6,0%	-0,1%
Cost / Income	31,4%	-5,3%	43,2%	57,4%	51,7%	54,5%	-2,9%

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

Источник: данные банков, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Елена Федоткова

Синергия: умеренные результаты за 2011 год.

В 2011 году Синергия, сделав упор на укреплении позиций на рынке крепкого алкоголя, потеряла в прибыльности бизнеса. Тем не менее, ее кредитное качество остается приемлемым, долговая нагрузка не вызывает серьезных опасений.

Событие. Вчера Синергия опубликовала консолидированную отчетность за 2011 г. по МСФО.

Комментарий. За 2011 год выручка компании показала хороший рост на 19,3% до 25,2 млрд руб. благодаря активной экспансии на рынке крепкого алкоголя: в данной сегменте бизнеса продажи показали рост на 20% до 21,2 млрд руб. (против 14% прироста до 3,98 млрд руб. в пищевом сегменте). Напомним, в 2011 г. Синергия предприняла попытку нарастить рыночную долю на алкогольном рынке, воспользовавшись возможностью, которая возникла на фоне усиления консолидации отрасли в связи с процессом перелицензирования. В конечном итоге, на наш взгляд, Синергии удалось добиться неплохих результатов: по оценкам менеджмента, рыночная доля компании в России за год увеличилась с 10% до 15%. Вместе с тем, активное наращивание присутствия на рынке отрицательно сказалось на прибыльности бизнеса Синергии: показатель EBITDA снизился за 2011 г. на 2,9% до 3,24 млрд руб., а рентабельность EBITDA уменьшилась на 2,9 п.п. до 12,9%. Отметим, что у компании заметно возросли коммерческие расходы (в т.ч. на рекламу и маркетинг) на 29% до 3,96 млрд руб., общие и административные затраты (расширен штат отдела продаж, повышены з/пл., увеличились отчисления по соц.налогу, возросла аренда) – на 29% до 1,88 млрд руб. Кроме того, возникли разовые издержки, связанные с перелицензированием предприятий. В то же время поддержка рентабельности последовала от продолжающейся премиумизации структуры продаж алкоголя.

Операционный денежный поток у Синергии остается отрицательным («-795 млн руб.») на фоне сохраняющихся инвестиций в оборотный капитал (средства направлялись на увеличение запасов).

Долговая нагрузка Синергии в 2011 г. оставалась умеренной: соотношение Долг/EBITDA несколько снизилось до 1,72х в сравнении с 1,85х в 2010 г., а Чистый долг/EBITDA напротив, возросло до 1,49х (1,25х в 2010 г.), при этом укладывалось в рамки долговой стратегии компании – Чистый долг/EBITDA не более 1,5х. Изменения долговой нагрузки были обусловлены сокращением размера долга в абсолютных цифрах – на 9,6% до 5,57 млрд руб., а также уменьшением размера имевшейся на конец 2010 г. «подушки ликвидности» (денежные средства на счетах сократились на 64% до 718 млн руб.).

Что касается краткосрочной части долга, то она, согласно отчетности, составляла 22,3% кредитного портфеля или 1,24 млрд руб. При этом в октябре 2012 г. Синергии предстоит пройти оферту по биржевым облигациям серии БО-1 объемом 3 млрд руб. Несмотря на сокращение запаса денежных средств (до 718 млн руб.), мы считаем, что у компании достаточно времени, чтобы подготовиться к этому событию, если учесть завершение активной фазы инвестиций в дистрибуцию. Кроме того, не исключено, что Синергия попытается сохранить выпуск в рынке.

В настоящее время биржевые облигации эмитента серии БО-1 (УТР 9,49%/177 дн.) по-прежнему низко ликвидные, поэтому вряд ли можно ждать заметной реакции в котировках бумаг на публикацию отчетности.

Финансовые показатели Синергии (МСФО)

млн руб.	2010	2011	Изм., %
Выручка	21,128	25,213	19,3
Операционный денежный поток	-75	-795	-
EBITDA	3,340	3,244	-2,9
<i>EBITDA margin</i>	<i>15,8%</i>	<i>12,9%</i>	<i>-2,9 п.п.</i>
Чистая прибыль	1,573	1,661	5,6
<i>margin</i>	<i>7,4%</i>	<i>6,6%</i>	<i>-0,8 п.п.</i>
Активы	25,059	28,079	12,1
Денежные средства и их эквиваленты	2,001	718	-64,1

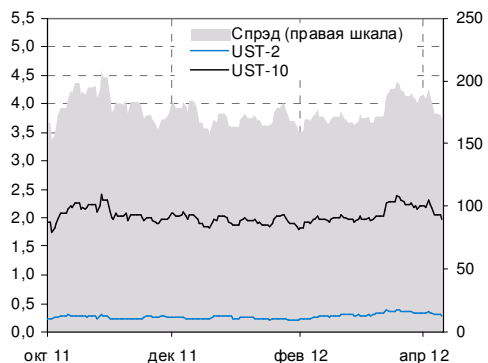
Долг	6,161	5,567	-9,6
<i>краткосрочный</i>	<i>1,193</i>	<i>1,243</i>	<i>4,2</i>
<i>долгосрочный</i>	<i>4,967</i>	<i>4,324</i>	<i>-12,9</i>
Чистый долг	4,160	4,849	16,6
Долг/ЕБИТДА	1,85	1,72	
Чистый долг/ЕБИТДА	1,25	1,49	
ЕБИТДА/% расходы	4,27	4,87	

Источники: данные компании,
оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

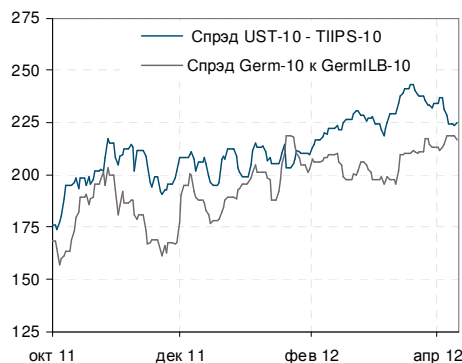
Александр Полюттов

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

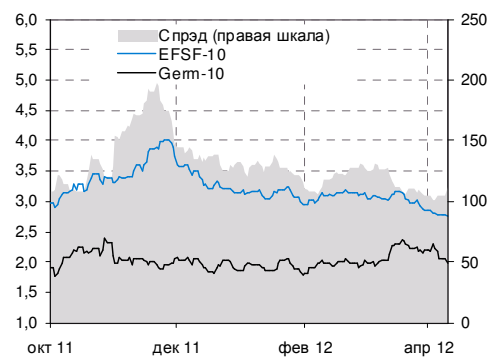
Казначейские обязательства США 2-летн. и 10-летн.



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



10-летние бумаги Германии и EFSF-10



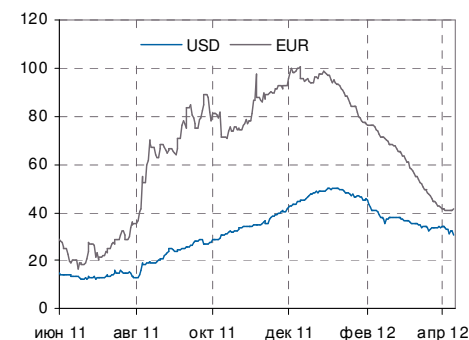
Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

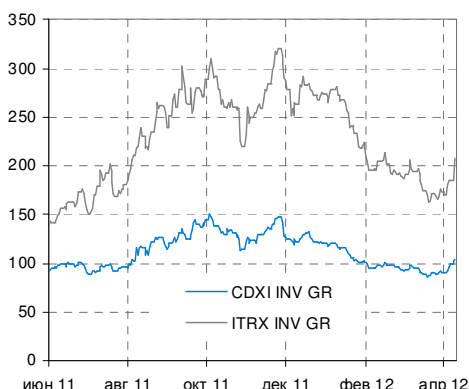


Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

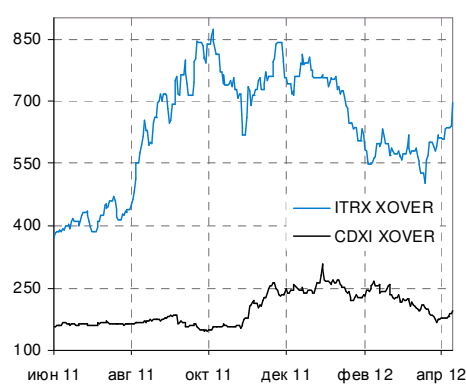


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

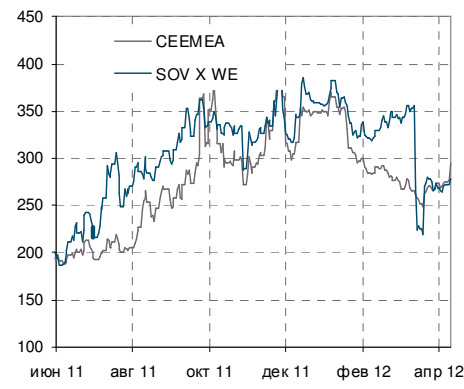
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX /Cross-Over



ITRX / Governments

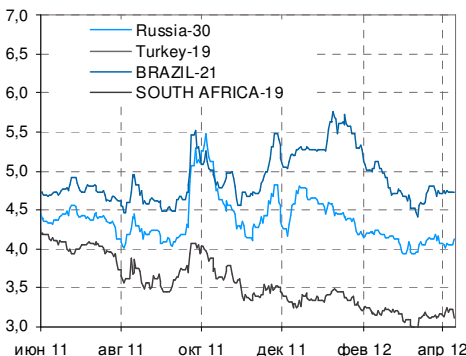


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

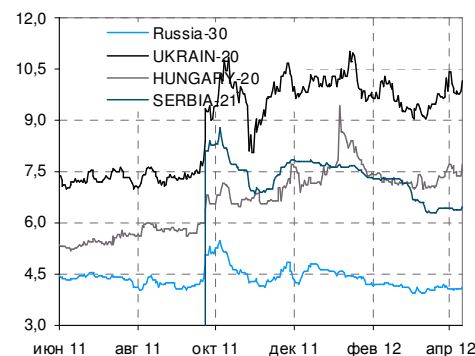
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

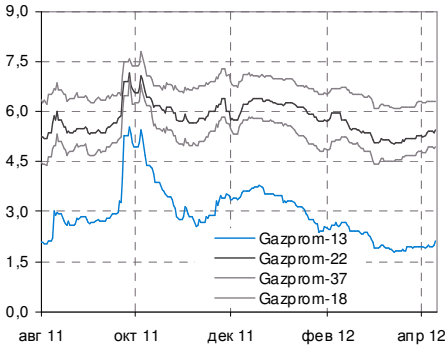


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

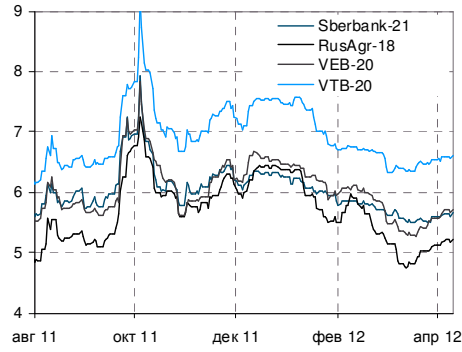


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

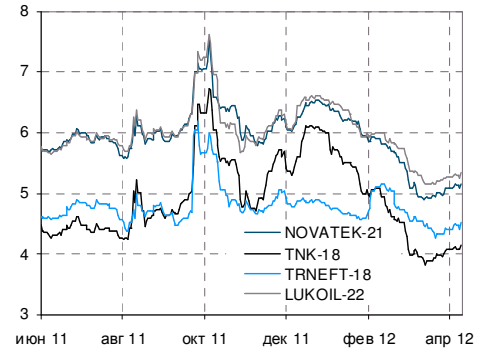
Еврооблигации Газпрома



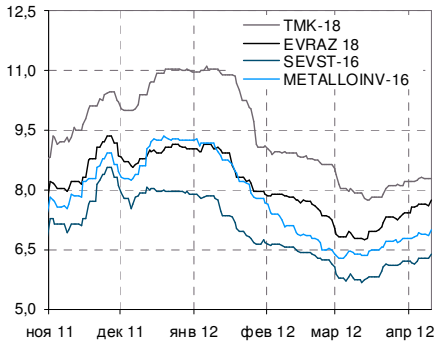
Евробонды госбанков



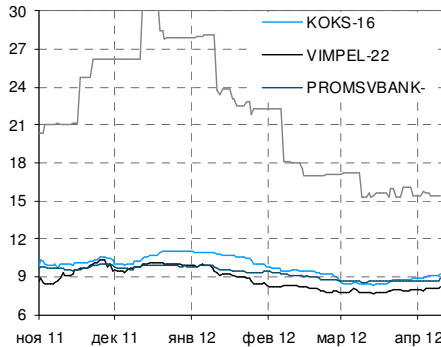
Еврооблигации нефтегазового сектора



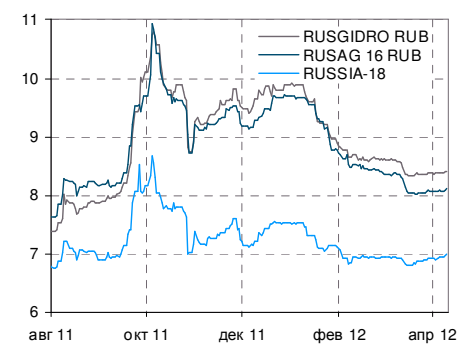
Еврооблигации металлургического сектора



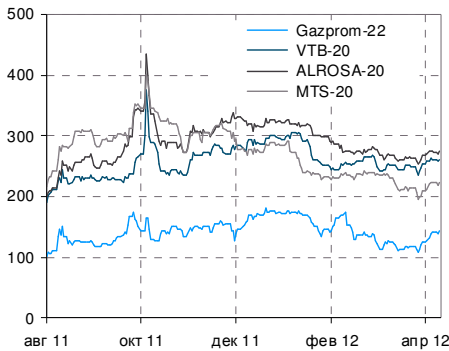
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



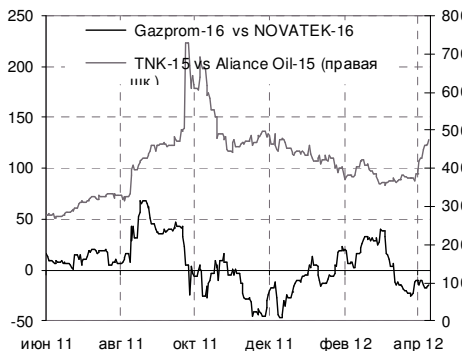
Еврооблигации, номинированные в рублях



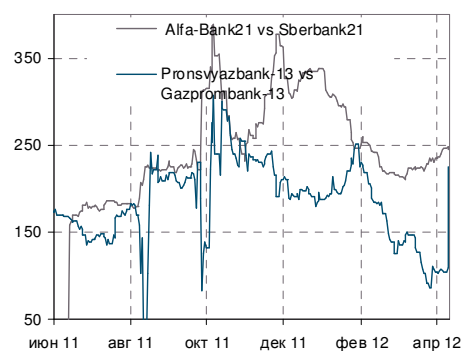
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

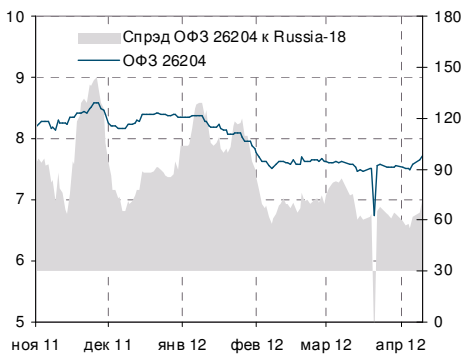


Спрэды в банковском секторе

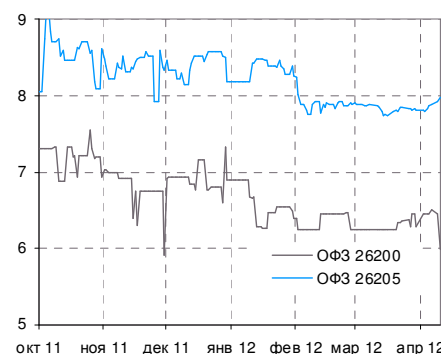


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

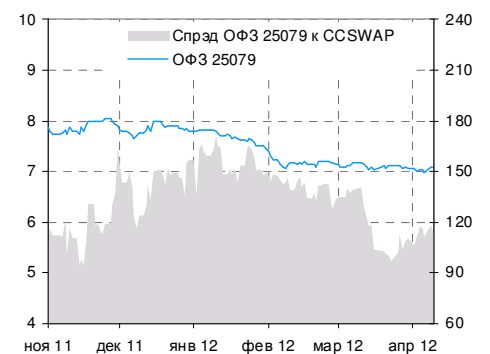
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

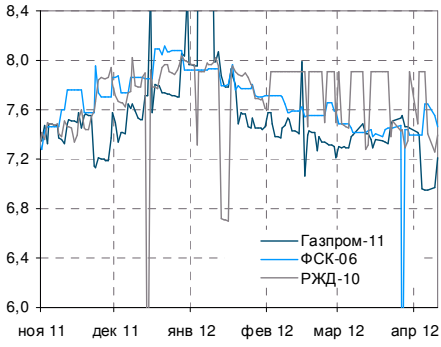


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

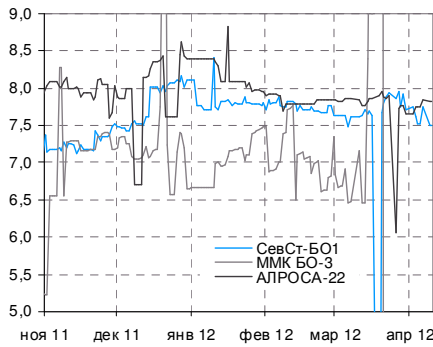


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

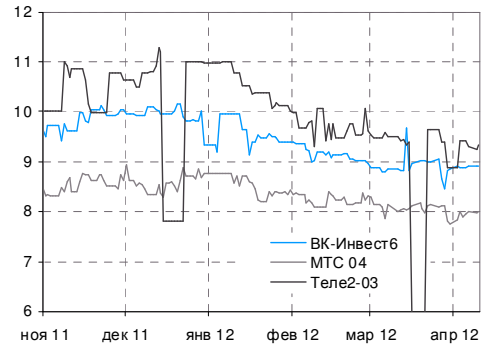
Доходности российских монополий



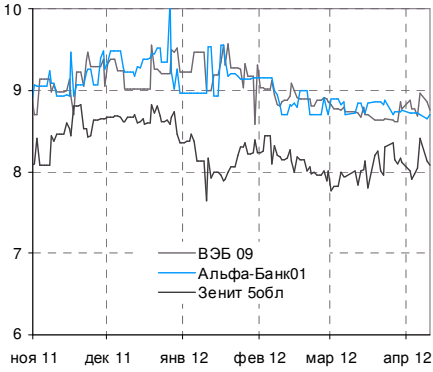
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



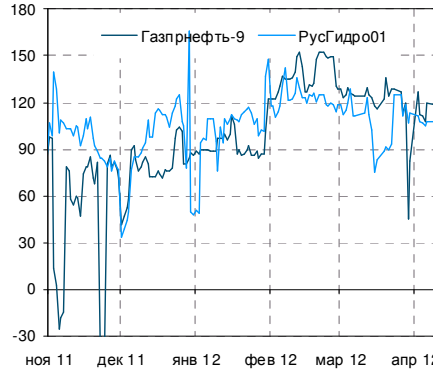
Доходности "Телекоммуникации"



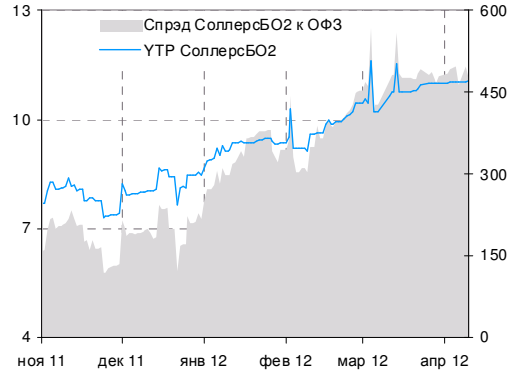
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

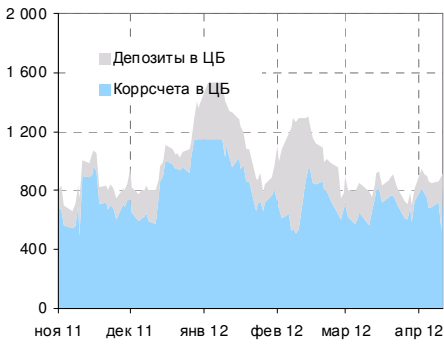


Облигации с текущей доходностью выше 10%

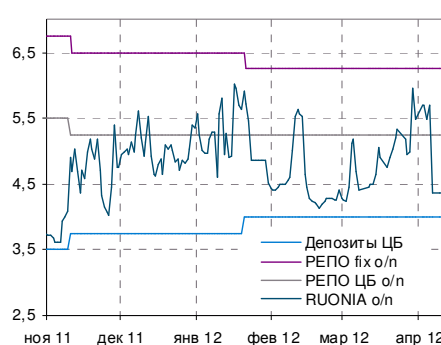


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Динамика депозитов и остатков на корсчетах



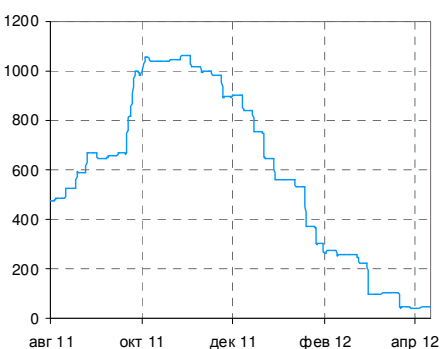
Динамика ставок денежного рынка



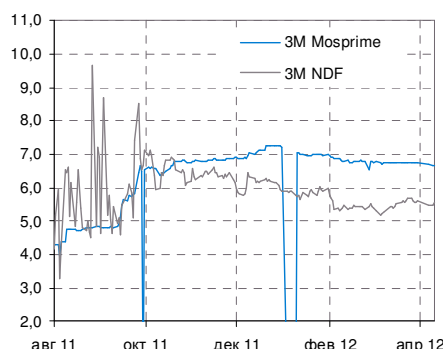
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



Динамика задолженности по депозитам Минфина



3M Mosprime и ставка NDF



Динамика валютного курса



Аналитический департамент

Тел. (495) 797-32-48

Факс. (495) 797-52-48

research@nomos.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Нефть и газ

Денис Борисов

Borisov_DV@nomos.ru

Металлургия

Юрий Волон, CFA

Volov_YM@nomos.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин

Lyamin_MY@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin_IA@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

**Телекоммуникации/
Потребсектор**

Евгений Голосной

Golosnoy_EA@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Александр Полютон

Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова

Fedotkova_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк рассматривают в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не могут гарантировать 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.