

## Долговые и денежные рынки

11 мая 2012 г.

### Конъюнктура рынков

#### Внешние рынки

За вчерашний день не прибавилось ясности, по какому сценарию будут развиваться события на глобальных площадках. Некоторое ослабление напряженности в отношении европейских проблем вкупе с довольно позитивной американской макростатистикой позволило «проявиться» осторожным покупателям подешевевших рискованных активов. Вместе с тем, защитные инструменты по-прежнему весьма востребованы.

#### Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	3,98	-1
CDS России	207	9
MOSPRIME o/n	5,87	30
NDF 3M	6,12	0

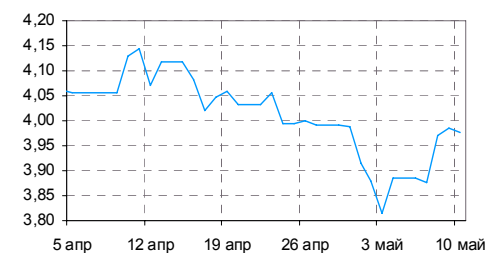
  

	значение	изм
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	969,7	431
Остатки на депозитах, млрд руб.	80,7	-27
Доллар / рубль (ЦБ), руб	30,13	-0,03
Корзина (ЦБ), руб	34,14	0,12

#### Российские еврооблигации

В сегменте российских еврооблигаций торги четверга складывались весьма неоднородно. Попытки отыграть новости из Европы, отражающие возможности для ослабления давления на рискованные активы, не приняли масштабов, способных нарушить преобладающую негативную динамику котировок.

#### Динамика доходности Russia-30



#### Рублевые облигации

Для рублевых облигаций вчерашние торги складывались весьма некомфортно. Возросшая относительно праздничных торговых сессий активность отражала преимущественно отрицательные переоценки. Вместе с тем, весьма умеренные торговые обороты можно рассматривать как стремление участников рынка «переждать» текущую напряженную обстановку.

#### Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3M	0,47	0,1
ERIBOR 3M	0,69	-0,7
EUR/USD	1,30	
UST-10	1,87	4
Германия-10	1,54	2
EFSF-10	2,82	-1
Италия - 10	5,58	0
Испания - 10	6,05	0
Португалия-10	10,89	-37
CDS 5Y Ирландия	592	-5
CDS 5Y Португалия	1092	-15
CDS 5Y Италия	456	-6
CDS 5Y Испания	511	-5

#### FX/Rates

Высокий уровень ликвидности банковской системы не означает, что ее хватает всем.

#### Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	687,6	-6
iTRAXX CEEMEA 5Y	292,7	-1
iTRAXX SOVX WE 5Y	283,2	-4

#### Наши ожидания

Глобальные площадки, как мы полагаем, будут ориентироваться на макроданные, в частности, статистику из Китая, где зафиксировано замедление роста потребительских цен и цен производителей. Однако негатив связанные не оправдавшимися надеждами в части темпов роста промышленного производства и розничных продаж будут, скорее всего, не лучшим образом отразится на открытии торгов.

Инвесторы в российские риски поддержат преобладающий на внешних площадках тренд, при этом внутренний потенциал для укрепления ценового роста представляется нам достаточно слабым.

Локальный валютный рынок, сегодня, скорее всего, постарается повторить вчерашний сценарий: ослабление позиций при открытии торгов, а затем плавное восстановление. Вместе с тем, мы скептически относимся к

#### Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 25075	7,06	1
ОФЗ 26205	7,99	0
ОФЗ 26207	8,24	1
Газпром-11	7,24	3
РЖД-10	7,45	-96
ФСК-6	7,46	0
РусГидро-1	8,40	0
МТС-04	8,12	0
Вк-Инвест6	8,95	-16
Северсталь-БО1	7,60	0
ВЭБ-09	8,86	4
Альфа-Банк01	8,64	0

#### Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	6,83	0
Gazprom-37	6,14	-1
Sberbank-21	5,41	-5
AlfaBank-21	7,85	-1
Evraz-18	7,57	4
Vimpel-22	7,95	-9
TNK-BP-18	4,49	-31

вероятности скорейшего восстановления позиций рубля. Единственное, что может поддержать национальную валюту это начало налогового периода.

Денежный рынок, испытавший вчера крупный приток ресурсов, сегодня по все видимости отреагирует снижением процентных ставок на МБК и РЕПО.

## Главные новости

**Газпромбанк (Ваа3/ВВ+/-): размещение евробондов снова практически без премии к рынку.**

Доходность 5,625% на 5 лет практически не оставляет бумагам возможности для самостоятельного апсайда. Среди последних размещений интересно смотрятся бумаги НОМОС-БАНКа.

**КАМАЗ – сильные результаты за 2011 год.**

Компания показала сильные финансовые результаты. Среди ключевых моментов можно отметить выход в прибыль, а так же рост маржинальности и как следствие улучшение долговых метрик.

**X5: предварительные условия покупки сибирской сети Холидей.**

После завершения сделки с Холидей на обозначенных условиях и за счет заемных средств долговая нагрузка X5 может несколько возрасти, но несущественно, учитывая небольшой для сети масштаб приобретения. Тем не менее, это может оказать некоторое давление на котировки облигаций X5 и Копейки.

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](mailto:research@nomos.ru) или, пройдя по ссылке <http://nomos.ru/investment/special/>, заполнить форму подписки.

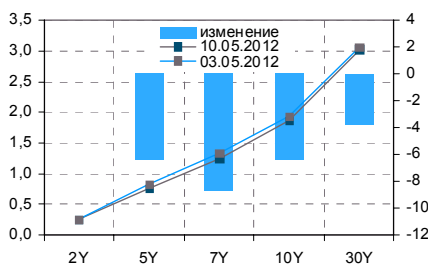
# Рыночная конъюнктура

## Внешние рынки

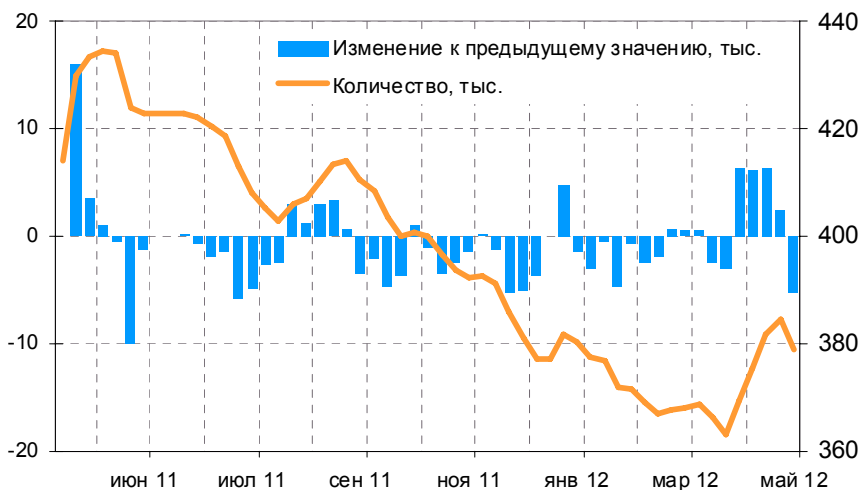
За вчерашний день не прибавилось ясности, по какому сценарию будут развиваться события на глобальных площадках. Некоторое ослабление напряженности в отношении европейских проблем вкупе с довольно позитивной американской макростатистикой позволило «проявиться» осторожным покупателям подешевевших рискованных активов. Вместе с тем, защитные инструменты по-прежнему весьма востребованы.

Динамика глобальных площадок отражает весьма неоднородные настроения. Ожидания того, что прогресс в вопросе формирования нового греческого правительства может проявиться в ближайшие дни вкупе с сообщениями о принятии EFSF решения предоставить Греции очередной транш объемом 5,2 млрд евро (причем 4,2 млрд евро в предельно короткие сроки) в рамках программы, принятой в начале года, были стимулятором покупок подешевевших рискованных активов. Дополнительную поддержку оказали и достаточно позитивные недельные отчеты по безработице в США.

Кривая доходности гособлигаций США



Количество первичных заявлений от безработных на получение пособий (4-недельное среднее)

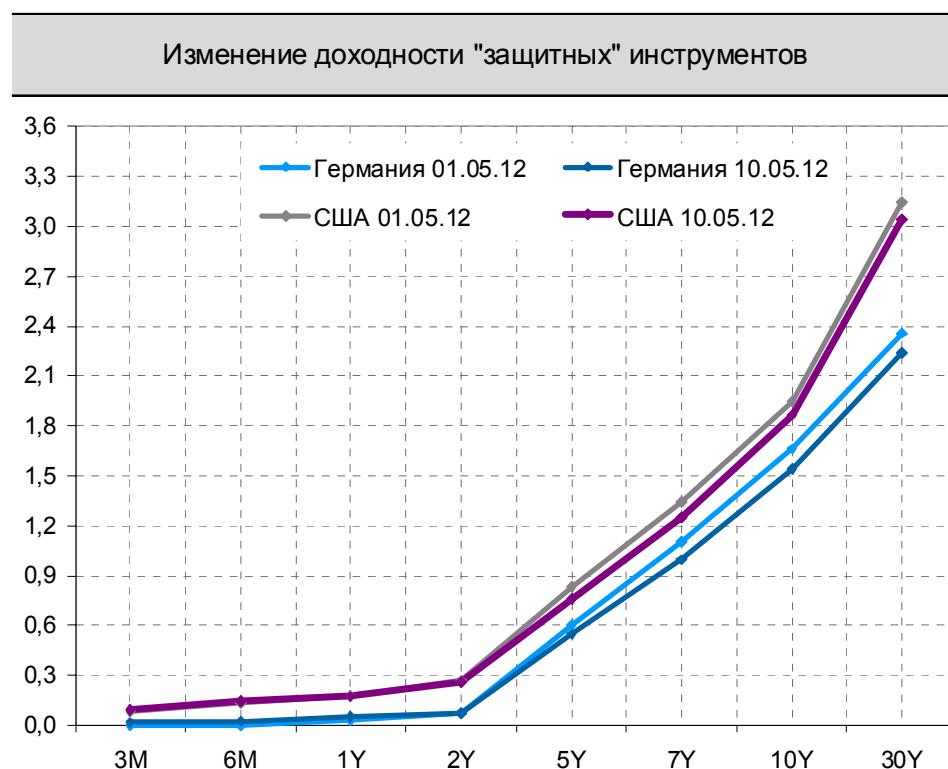


Источник: Bloomberg

Однако утверждение программы финансовой помощи со стороны Механизма Финансовой Стабильности на вторую половину и следующий год требуют новых визитов «тройки» и новых соглашений, что, по сути, невозможно без компромисса между пока еще не сформированным греческим парламентом и европейскими властями. Помимо этого весьма неоднозначной была реакция участников рынка на очередной ежемесячный отчет ЕЦБ, где центральной темой стали ожидания постепенного восстановления экономики Еврозоны, вопреки всем потрясениям и достаточно критической ситуации в части европейских долгов. При этом повышение регулятором прогноза по инфляции с 1,9% до 2,3% отражает ослабление вероятности проведения новых мер по смягчению действующей монетарной политики в ЕС в ближайшей перспективе. Подобный шаг имел неоднородный резонанс: с одной стороны, ожидания позитивных новостей о состоянии экономики были восприняты как сигнал для уменьшения спроса на защитные активы. С другой – консервативность ЕЦБ помимо прочего может исключать и новые меры по поддержанию более-менее комфортной ситуации с ликвидностью, что, в свою очередь, несет риск дальнейшего увеличения требований к премиям в доходности европейских долговых бумаг, в силу того, что спрос на эти обязательства довольно серьезно зависит от «инъекций ликвидности» от ЕЦБ.

В результате, за вчерашний день доходности европейских долговых бумаг существенно не менялись. При этом можно отметить незначительный рост в доходностях «защитных» инструментов: по 10-летним немецким бондам до 1,54% («+2 б.п.»), а по UST-10 - до 1,87% («+4 б.п.»). Вероятно, помимо давления нового предложения 30-летних UST определенным образом на treasuries сказались вчерашние заявления Б.Бернанке о том, что наблюдается «значительное улучшение условий кредитования американского потребительского и производственного сектора в широком спектре экономических регионов США», а также «банки демонстрируют «значительный прогресс» в улучшении балансовых показателей. Хотя последнее утверждение слабо вяжется с последними новостями от JP Morgan, признавшего потерю 2 млрд долл. из-за «ошибочной рыночной стратегии».

Вместе с тем, спрос на защитные инструменты сохраняется значительным, причем смещение доходностей за прошедшие 10 дней отражает факт того, что немецкие долгосрочные обязательства представляются инвесторам наиболее комфортным для реализации «защитной стратегии» активом.



Источник: Bloomberg

Международный валютный рынок после резкого ослабления евро против доллара в начале недели понемногу начал замедлять темпы коррекции пары EUR/USD. Вместе с тем, инвесторы по-прежнему негативно относятся к политическим рискам Еврозоны. Так, уже сегодня в рамках азиатской сессии соотношение EUR/USD вплотную приблизилась к отметке 1,29x. В то же время вчера на фоне выхода позитивной статистики из США можно было наблюдать осторожные покупки инвесторами рискованных активов, что на время вернуло пару EUR/USD к отметке 1,298x. В целом, ситуация складывается не в пользу единой валюты, и до тех пор, пока основная причина рисков, а именно неопределенность, связанная с политическими моментами в Греции, не будет разрешена, не следует рассчитывать на восстановление.

*Ольга Ефремова  
Алексей Егоров*

## Российские еврооблигации

*В сегменте российских еврооблигаций торги четверга складывались весьма неоднородно. Попытки отыграть новости из Европы, отражающие возможности для ослабления давления на рискованные активы, не приняли масштабов, способных нарушить преобладающую негативную динамику котировок.*

По итогам вчерашних торгов можно констатировать продолжение ценовой коррекции в российских евробондах, несмотря на то, что в первой половине дня наблюдались попытки выбраться из области отрицательных переоценок. Мотивом для покупок в значительной мере были именно сформировавшиеся за последние дни ценовые уровни, отражающие переоценку относительно котировок прошлой недели в размере до 1,5% - 2% по длинным выпускам. При этом проявления спроса можно было наблюдать и как реакцию инвесторов на новостной поток и общий настрой внешних площадок. Однако к закрытию инициатива вновь перешла к продавцам, что не только фактически нивелировало эффект восстановления котировок, но и усилило их отрицательную динамику.

В суверенном сегменте по бенчмарку Russia-30 торги завершались котировками на уровне 119,875% после дневного минимума – 119,75% и открытия по 120,125%. Самому длинному из государственных евробондов не удастся препятствовать «бегству» из длинной дюрации: начав день котировками в районе 105% от номинала, к окончанию торгов цена бумаг опустилась до 104,625%.

В негосударственных выпусках непривычно возросшей торговой активностью отличались выпуски кривой Сбербанка, но дальше положительных переоценок внутри дня в пределах 25-35 б.п. дело не продвинулось, а к закрытию положительные переоценки сохранились лишь в бумагах Sberbank-21 и Sberbank-22.

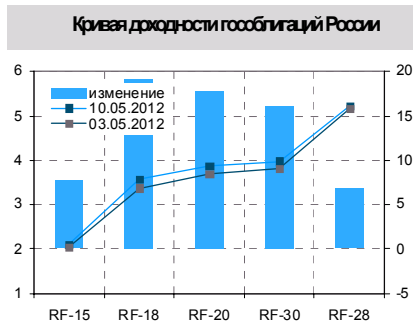
Перечень бумаг на продажу охватывает фактически все ликвидные выпуски, в менее комфортном положении, как и на суверенной кривой, – выпуски с дюрацией 5 и более лет, в частности выпуски ВЭБа, ТНК-ВР, Евраз (с погашением в 2018 году). В то же время отрицательные переоценки редко где превышали 25 б.п., что отражает, как мы полагаем, общую неготовность инвесторов соглашаться на продолжение sale-off, пока еще нет понимания, что ситуация в Европе будет развиваться по самому негативному сценарию. Судя по всему, общую «жизнеспособность» спроса на российские обязательства отражает первичный сегмент. По этой части можно отметить, что, с одной стороны, вторичный рынок ощущает дополнительное давление при установлении ставок, не закладывающих риски возможного ухудшения конъюнктуры: как в бумагах Газпромбанка, подешевевших сильнее прочих – на 0,375% после установления ставки по новому выпуску на уровне 5,625%. С другой – спад спроса не принял каких-то угрожающих масштабов, и эмитенты не утратили возможность снижать ориентиры: как АФК «Система», понизившая уровень до 6,975% -7% с 7,125%, озвученных ранее.

*Ольга Ефремова*

## Рублевые облигации

*Для рублевых облигаций вчерашние торги складывались весьма некомфортно. Возросшая относительно праздничных торговых сессий активность отражала преимущественно отрицательные переоценки. Вместе с тем, весьма умеренные торговые обороты можно рассматривать как стремление участников рынка «переждать» текущую напряженную обстановку.*

Несмотря на то, что относительно торговой сессии, проходившей 8 мая, вчерашний день не отражал значительных ценовых колебаний по сравнению с котировками, которые были перед выходными, можно констатировать значительную «просадку». В первую очередь она, конечно же, затронула сегмент ОФЗ, где в большей степени пострадали выпуски



среднесрочной и длинной дюрации. Снижение котировок составляет порядка 20-40 б.п.

В корпоративных выпусках объектами фиксации прибыли были выпуски МТС, Газпром нефти, Сибметинвеста – здесь уровень переоценок варьировался в диапазоне 20-60 б.п. В целом же по сегменту можно констатировать, что наличие сделок не несет серьезных ценовых колебаний.

Помимо этого в очередной раз обращает на себя внимание факт весьма ограниченных торговых оборотов – складывается впечатление, что участники рынка предпочитают «переждать» текущую напряженную обстановку как на локальном валютном рынке, так и на внешних площадках, не предпринимая каких-либо активных действий.

*Ольга Ефремова*

## Forex/Rates

*Высокий уровень ликвидности банковской системы не означает, что ее хватает всем.*

Локальный валютный рынок в первый день торгов после продолжительных майских праздников продемонстрировал резкое ослабление позиций рубля. Поводом для выхода инвесторов в международные валюты стал накопленный негатив, сформированный на международных площадках за время отсутствия торгов на локальном рынке. Вместе с тем, в ходе торгов национальная валюта все же проявляла слабые попытки продемонстрировать восстановление. Опубликованные данные с рынка труда в США оказали позитивное влияние на все рисковее валюты. По итогам дня курс доллара составил 30,11 руб., а стоимость бивалютной корзины 34,12 руб. Сегодня, инвесторы, отреагировав на слабые макроданные из Китая, предпочли минимизировать риски, что не лучшим образом сказалось на открытии торгов на локальном валютном рынке.

Несмотря на рост ликвидности банковской системы, спрос на ресурсы остается высоким. Согласно данным ЦБ, сумма остатков на корсчетах и депозитах увеличилась на 404 млрд руб. до 1050,4 млрд руб. Подобный рост уровня ликвидности прежде всего обусловлен вчерашним поступлением в систему ресурсов, привлеченных 5 мая на семидневном аукционе прямого РЕПО. Примечательно то, что текущая задолженность кредитных организаций по инструментам прямого РЕПО всех срочностей составляет 1079,65 млрд руб., при этом большая часть приходится на краткосрочные средства. Несмотря на то, что банковская система вчера испытала довольно крупное поступление средств, это не снизило общий спрос на ресурсы. Так, ЦБ, предложивший банкам 10 млрд руб. на однодневном аукционе прямого РЕПО, был вынужден увеличить лимит, за счет чего кредитные организации суммарно привлекли 49,6 млрд руб. При этом ставки денежного рынка, еще недавно демонстрировавшие понижательную динамику, вновь выросли. Так, MosPrime o/n составила 5,87% («+ 30 б.п.»).

*Алексей Егоров*

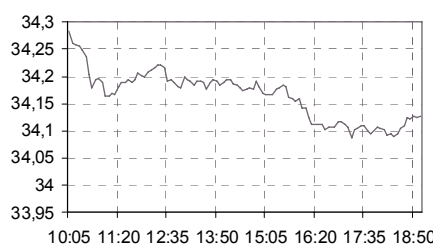
## Наши ожидания

Глобальные площадки, как мы полагаем, будут ориентироваться на макроданные, в частности, статистику из Китая, где зафиксировано замедление роста потребительских цен и цен производителей. Однако негатив, связанный с не оправдавшимися надеждами в части темпов роста промышленного производства и розничных продаж, скорее всего, не лучшим образом отразится на открытии торгов.

Инвесторы в российские риски поддерживают преобладающий на внешних площадках тренд, при этом внутренний потенциал для укрепления ценового роста представляется нам достаточно слабым.

Локальный валютный рынок, сегодня, скорее всего, постарается повторить вчерашний сценарий: ослабление позиций при открытии торгов, а затем

Динамика бивалютной корзины



плавное восстановление. Вместе с тем, мы скептически относимся к вероятности скорейшего восстановления позиций рубля. Единственное, что может поддержать национальную валюту - это начало налогового периода.

Денежный рынок, испытавший вчера крупный приток ресурсов, сегодня, по всей видимости, отреагирует снижением процентных ставок на МБК и РЕПО.

*Ольга Ефремова*  
*Алексей Егоров*

## Календарь событий

### Внешний долговой рынок

- 11 мая            Размещение гособлигаций Италии  
                      Размещение гособлигаций Бельгии

### Макроэкономические события

- 11 мая            Отчеты по CPI, PPI, розничным продажам, промышленному производству в Китае за апрель.  
                      Публикация прогноза экономического роста ЕС от Еврокомиссии  
                      CPI Испании, Германии / апрель.  
                      PPI в США за апрель.  
                      Прогнозный индекс потребительского доверия Мичигана за май.

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

## Новости коротко

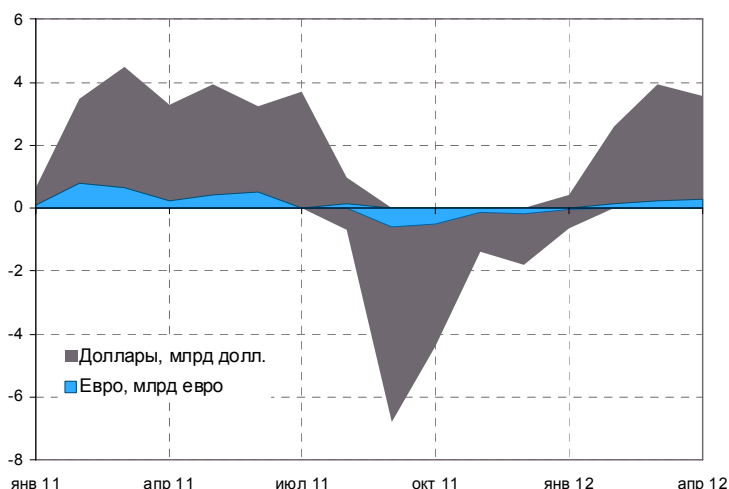
### Макроновости

- Совет директоров Банка России 10 мая 2012 года принял решение оставить без изменения **уровень ставки рефинансирования** и процентных ставок по операциям ЦБ. Следующее заседание Совета директоров Банка России, на котором будут рассмотрены вопросы денежно-кредитной политики, предполагается провести в первой половине июня 2012 года.

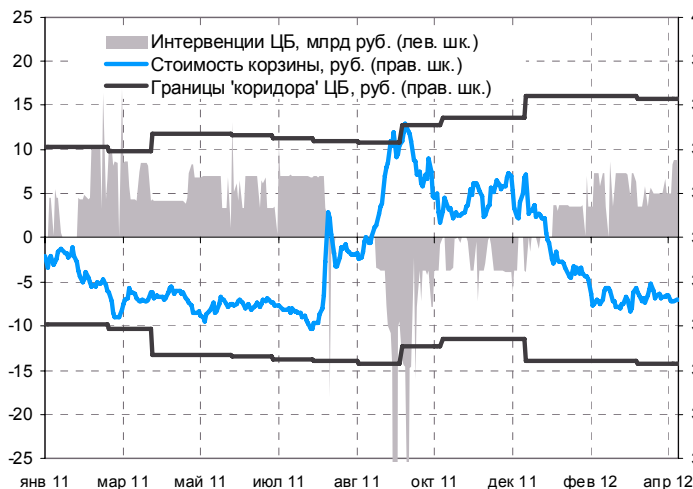
*Обращает на себя внимание акцент на среднесрочных инфляционных рисках, сделанный регулятором. Как было отмечено в пресс-релизе, «инфляция во втором полугодии возрастает в результате предстоящего повышения большинства регулируемых цен и тарифов, а также исчерпания предшествующего дезинфляционного эффекта по продуктам питания». В то же время Банк России ожидает, что целевой ориентир по инфляции в 2012 году будет достигнут, хотя неопределённость масштаба влияния указанных факторов на инфляционные ожидания остаётся существенной. Кроме того, майская редакция комментария решения по ставке отличается уточнением, что при принятии решений в области денежно-кредитной политики регулятор будет ориентироваться на среднесрочные оценки перспектив экономического роста и лишь после этого на фигурирующие в предыдущих релизах прогнозы инфляции и динамику инфляционных ожиданий.*

- За неделю с 27 апреля по 4 мая 2012 года **международные резервы России** снизились на 0,4 млрд долл. до 522,9 млрд долл.
- Вчера **Банк Росси** опубликовал данные о валютных интервенциях, совершаемых в апреле 2012 года.

Объем валютных интервенций ЦБ



Динамика стоимости бивалютной корзины в рамках валютного коридора и интервенции ЦБ



Источник: ЦБ РФ, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

*Так, согласно представленным данным, регулятор снизил общий объем участия в торгах в апреле по сравнению с мартом 2012 года. При этом компонента целевых покупок осталась практически неизменной, а вот «экстренное» вмешательство уменьшилось. В совокупности Банк России покупал порядка 3,59 млрд долл. и 304,8 млн евро. Также были представлены данные об объемах рублевых ресурсов, поступивших в банковскую систему по итогам интервенций. Суммарно за апрель регулятор скупил валюты на 109,45 млрд руб. против 129,11 млрд руб. в марте.*

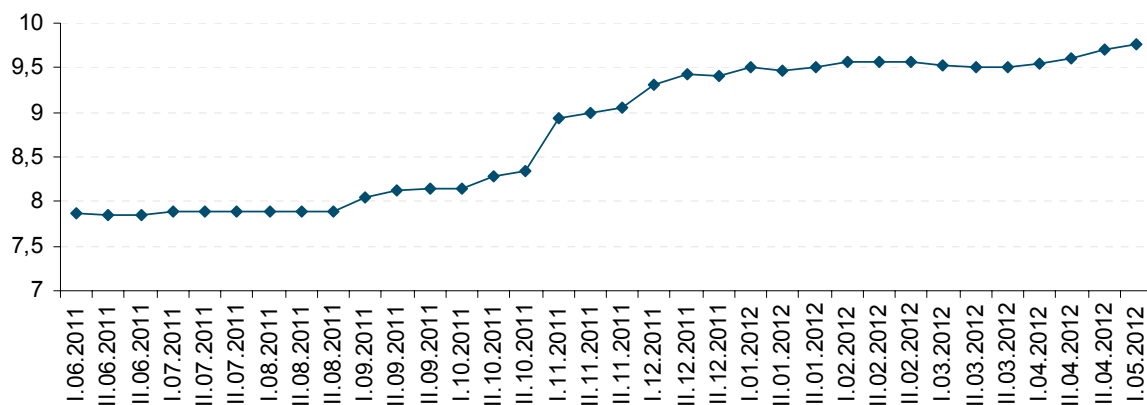
*На наш взгляд, активная фаза укрепления позиций рубля после резкого ослабления в конце прошлого года завершена, и теперь у ЦБ нет необходимости проводить агрессивную политику валютного регулирования.*

### Корпоративные новости

- **АК «АЛРОСА»** получила финансирование от Группы ВТБ в размере 150 млн долл. Агентом по кредитной сделке выступил участник европейского субхолдинга банковской группы - ВТБ Банк (Австрия) АГ. /Интерфакс/
- Максимальная процентная ставка по вкладам в российских рублях десяти банков,

привлекающих наибольший объем депозитов физических лиц, в 1 декаде мая составила 9,77%. В 1 декаде апреля максимальная ставка составляла 9,54%, во 2 декаде - 9,60%, в 3 декаде - 9,71%. Таким образом, по ставке мы вернулись к уровню апреля 2010 года. Мониторинг проводился по следующим кредитным организациям: Сбербанк России, ВТБ 24, Банк Москвы, Райффайзенбанк, Газпромбанк, Росбанк, Альфа-банк, Банк «Уралсиб», Промсвязьбанк, Россельхозбанк.

Динамика процентной ставки с минимального значения в июне 2011 года



Источник: данные ЦБ

### Долговые рынки

- Ориентир доходности 7-летних евробондов **АФК «Система»** понижен до 6,95-7% годовых с ранее называвшегося ориентира около 7,125% годовых. Исходя из спроса, АФК может разместить евробонды на сумму порядка 500 млн долл. Ранее сообщалось, что объем выпуска может составить 300-400 млн долл.
- **БИНБАНК** исполнил обязательство по приобретению облигаций серии 02 по требованию их владельцев после 4 купонного периода. В рамках оферты эмитент приобрел 30,3% выпуска на сумму 303,4 млн руб.
- **ЗАО «Ипотечный агент Уралсиб 01»** приняло решение о размещении облигаций класса «А» общим объемом 4,3 млрд руб. Облигации подлежат полному погашению 15 апреля 2045 года. Предусмотрена возможность досрочного погашения бумаг по требованию их владельцев и по усмотрению эмитента.

### Рейтинги и прогнозы

- Агентство Standard&Poor's снизило долгосрочный кредитный рейтинг эмитента и рейтинг по национальной шкале **Вологодской области** с «В+» до «В» и с «ruA+» до «ruA» соответственно. Прогноз изменения рейтингов – «Стабильный». Эксперты S&P отметили, что «снижение рейтингов связано с неспособностью области реализовать программу бюджетной консолидации в 2011 году, в результате чего показатели исполнения бюджета, объема долга и уровня ликвидности оказались на уровне, соответствующем негативному сценарию S&P». Сдерживающее влияние на уровень рейтингов Вологодской области оказывают повышенная волатильность доходов, обусловленная высокой концентрацией экономики в черной металлургии, низкая гибкость доходов и расходов, а также слабые показатели исполнения бюджета, что приводит к накоплению долга и росту расходов на его обслуживание и погашение. Высокая вероятность дополнительной финансовой поддержки со стороны федерального правительства и низкий уровень условных обязательств позитивно влияют на уровень рейтингов.

*Безусловно, понижение рейтинга - негативная новость для облигаций Вологодской области серии 34002 (УТМ 9,25%/960 дн.), но, учитывая их низкую ликвидность, вряд ли стоит ждать активной реакции в котировках. В то же время у региона сохраняется рейтинг от Moody's на уровне «Ba2», но его актуализация происходила в декабре 2010 года, поэтому не исключено, что рейтинговые действия в скором времени могут последовать и от этого агентства.*

## Главные новости

**Газпромбанк (Ваа3/BB+/-):** размещение евробондов снова практически без премии к рынку.

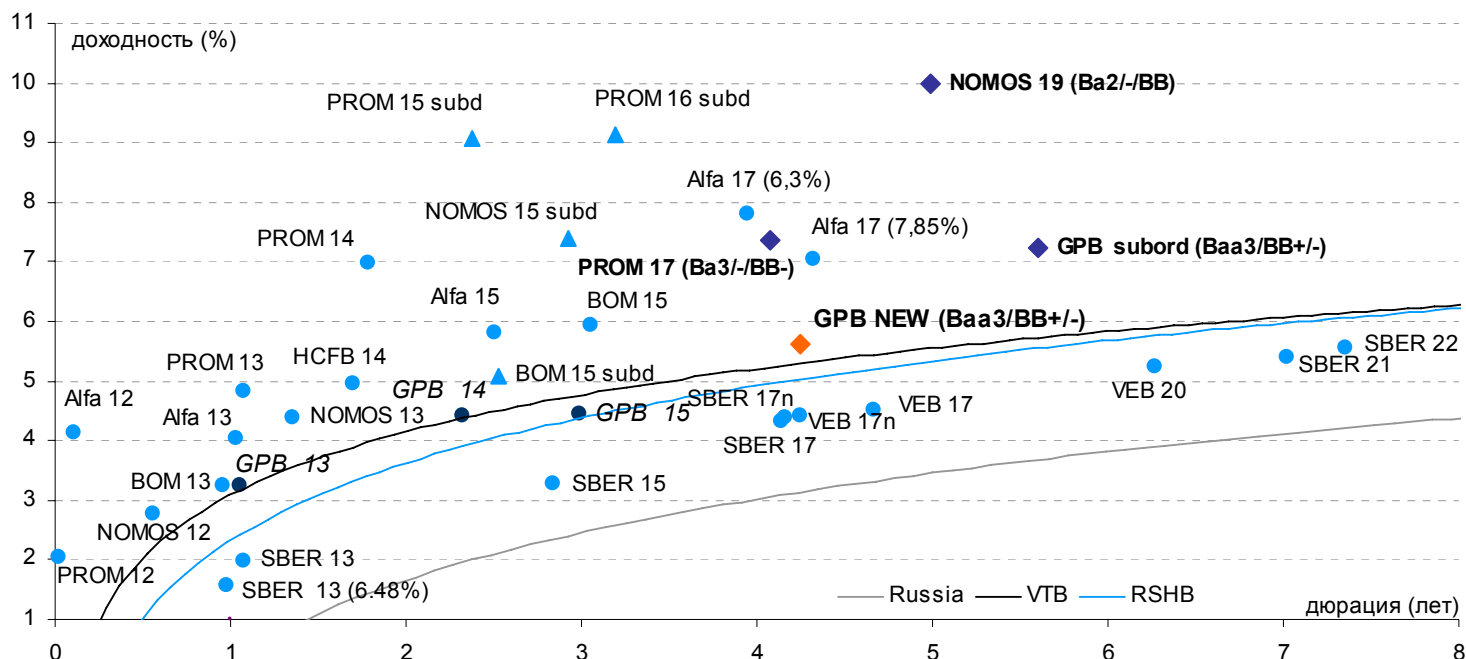
Доходность 5,625% на 5 лет практически не оставляет бумагам возможности для самостоятельного апсайда. Среди последних размещений интересно смотрятся бумаги НОМОС-БАНКА.

**Событие.** Газпромбанк разместил 5-летние евробонды на 500 млн долл. с доходностью 5,625% годовых. Ранее сообщалось, что ГПБ может разместить 5-летние еврооблигации под 5,75% годовых.

**Комментарий.** Напомним, что в конце апреля Газпромбанк этого года разместил 7-летние субординированные еврооблигации объемом 500 млн долл. с доходностью 7,25% годовых, то есть на уровне рынка, учитывая премию порядка 100 б.п. за субординированный статус. Текущее размещение также прошло практически без какой-либо премии к рынку, что хорошо видно из представленного ниже графика. Спрэд к кривой евробондов ВТБ составляет минимальные 10-15 б.п. С учетом того, что уже обращающиеся выпуски ГПБ «лежат» на кривой ВТБ, возможность апсайда по новому выпуску на текущий момент довольно ограничена. Среди последних размещений интересными с точки зрения премии к рынку смотрятся недавно размещенные еврооблигации НОМОС-БАНКА с погашением в 2019 году.

Интересно, за последний месяц Газпромбанк выполнил половину программы по заимствованиям в валюте на текущий год. Напомним, банк в этом году планирует выпустить евробонды на сумму до 2 млрд долл. и рублевые облигации на внутреннем рынке на сумму 30 млрд руб.

Распределение доходностей бумаг эмитентов финансового сектора (среднезв.)



Елена Федоткова

**КАМАЗ – сильные результаты за 2011 год.**

Компания показала сильные финансовые результаты. Среди ключевых моментов можно отметить выход в прибыль, а также рост маржинальности и, как следствие, улучшение долговых метрик.

**Событие.** Вчера компания представила результаты своей деятельности по МСФО за 2011 год.

**Комментарий.** В отчетном периоде КАМАЗ существенно увеличил продажи: так, выручка предприятия составила 106,8 млрд руб., что стало на 45% выше результатов годом ранее. Аналогично этому росли и остальные показатели прибыльности. EBITDA составила 6,3 млрд руб. против 5 млрд руб. годом ранее. Важным моментом прошлого года стал выход в плюс против убытка годом ранее – итоговый результат составил 1,8 млрд руб. («-889 млн руб.» в 2010 году). Мы отмечаем, что некоторой «ложкой дегтя» могут выступить не столь оптимистичные цифры в cash flow КАМАЗа. Так, операционный денежный поток составил 6,7 млрд руб., то есть всего на 9% выше результатов предшествующего года. Причины кроются в росте запасов, а также дебиторской задолженности. Отметим, что все же средств в полном объеме хватило на финансирование капитальных затрат, которые снизились с 5,6 млрд руб. до 4,3 млрд руб. В итоге свободные денежные потоки оказались положительными, однако долговой портфель практически не изменился в размерах: 21,55 млрд руб. на конец 2011 года vs 22,1 млрд руб. в 2010 году. За счет роста маржи метрика Debt/EBITDA значительно улучшила свое значение и составила 3,4x - после 4,3x в 2010 году соотношение выглядит более комфортно. Отметим, при анализе долгового портфеля необходимо учитывать, что в структуре значится обязательство Минфину РФ в размере 3,3 млрд руб. Последнее можно рассматривать как более комфортный долг в отличие от остальных обязательств. Структура портфеля не самая удобная для предприятия: в рамках года предстоит рефинансировать половину обязательств – 10,9 млрд руб. Последнее несколько нивелируется запасом денежных средств в размере 3,6 млрд руб. и операционным денежным потоком – 6,7 млрд руб.

Как и большинство бумаг в машиностроительном секторе оба выпуска КАМАЗа не ликвидны, что вкупе с отсутствием в списке РЕПО ЦБ делает бумаги не интересным для инвестирования инструментом.

**Финансовые показатели КАМАЗ (МСФО)**

МСФО, млн руб.	КАМАЗ		
	2010	2011	Изм., %
Выручка	73 773	106 830	45
Операционный денежный поток	6 245	6 793	9
Свободный денежный поток	609	2 452	303
ЕБИТДА	5 113	6 283	23
Чистая прибыль	-889	1 824	-305
% расходы	2 260	1 434	-37
Активы	70 069	77 431	11
Денежные средства и их эквиваленты	4 087	3 549	-13
Финансовый долг, в т.ч.:	22 134	21 551	-3
долгосрочный	9 572	10 557	10
краткосрочный	12 562	10 994	-12
Чистый долг	18 047	18 002	0
Рентабельность EBITDA	6,9%	5,9%	1 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	отриц.	1,7%	-
Фин.долг/ЕБИТДА	4,33	3,43	-0,90
Чистый долг/ЕБИТДА	3,53	2,87	-0,66
ЕБИТДА/% расходы	2,26	4,38	2,12
Фин. долг/Активы	31,6%	27,8%	-0,04

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

*Игорь Голубев*

**X5: предварительные условия покупки сибирской сети Холидей.**

*После завершения сделки с Холидей на обозначенных условиях и за счет заемных средств долговая нагрузка X5 может несколько возрасти, но несущественно, учитывая небольшой для сети масштаб приобретения. Тем не менее, это может оказать некоторое давление на котировки облигаций X5 и Копейки.*

**Событие.** Газета «Коммерсантъ» сообщает, что продуктовый ритейлер X5 согласовал предварительные параметры сделки по покупке сети «Холидей Классик»: X5 намерена купить только 51% акций регионального ритейлера, но с опционом на увеличение доли до 100% к 2014 г. За половину «Холидей Классик» X5 готова заплатить около 300 млн долл. и для этих целей оформляет кредит примерно на 550 млн долл. (300 млн долл. пойдет на оплату 51% акций, еще 250 млн долл. – на реструктуризацию долга «Холидей Классик»).

**Комментарий.** Напомним, что во второй декаде апреля X5 уже подала заявку в ФАС на покупку 12 юридических лиц, входящих в новосибирскую группу «Холидей Классик» (см. наш комментарий:

[http://www.nomos.ru/upload/iblock/311/NOMOS\\_daily\\_debt\\_markets\\_17\\_04\\_2012.pdf](http://www.nomos.ru/upload/iblock/311/NOMOS_daily_debt_markets_17_04_2012.pdf)).

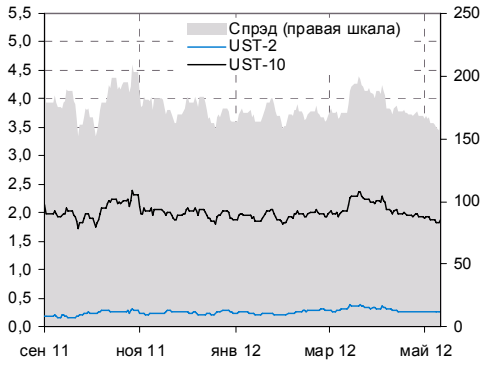
Исходя из вновь представленных параметров сделки и учитывая источники ее финансирования за счет заемных средств, мы по-прежнему считаем, что, скорее всего, покупка сибирской сети Холидей приведет к росту долговой нагрузки X5, но несущественно в силу небольшого для бизнеса сети масштаба сделки. Так, по итогам 2011 г. соотношение Долг/ЕБИТДА X5 составляло 3,2х, Чистый долг/ЕБИТДА – 2,9х. После закрытия сделки на названных условиях данные соотношения могут возрасти, по нашим оценкам, до 3,3-3,5х и 3,0-3,2х соответственно, а достижение ожидаемого экономического эффекта от покупки сибирской сети может потребовать времени.

Данное приобретение, на наш взгляд, может оказать некоторое давление на котировки облигаций X5 и Копейки, но в большей степени на более ликвидные бонды Копейки.

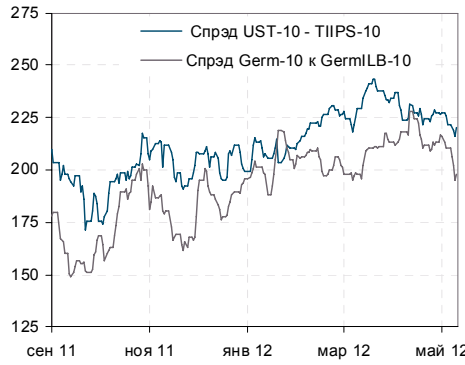
*Александр Полютков*

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

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



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



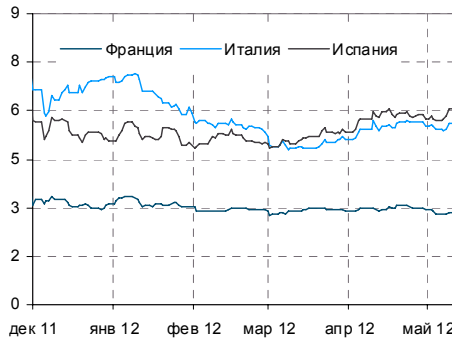
10-летние бумаги Германии и EFSF-10



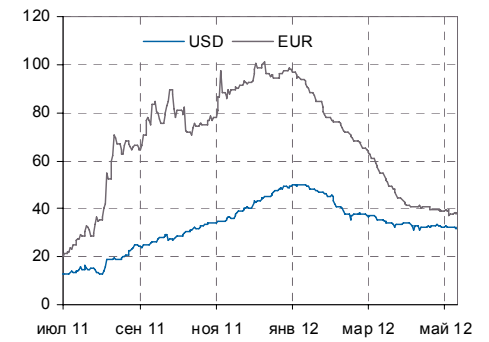
Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

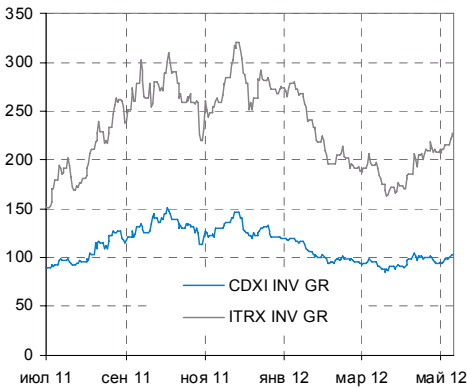


Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

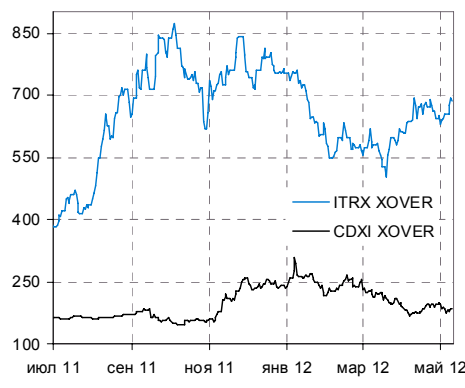


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

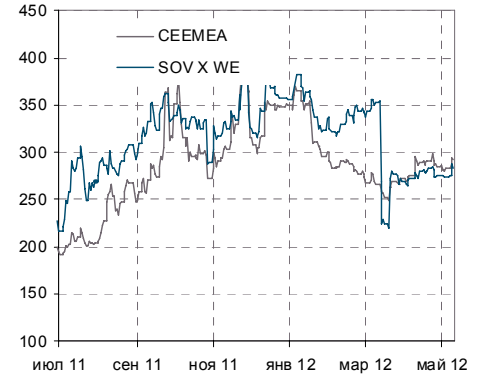
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX /Cross-Over

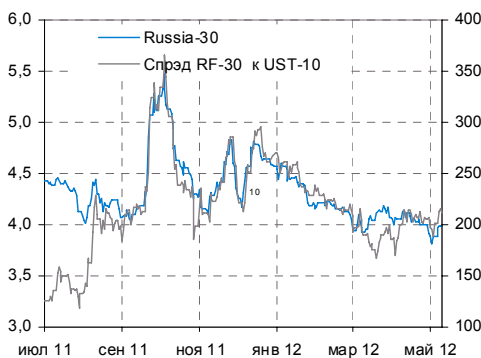


ITRX / Governments

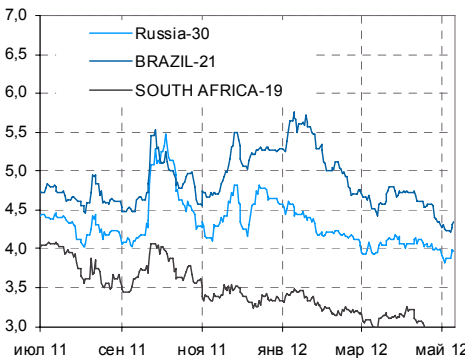


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

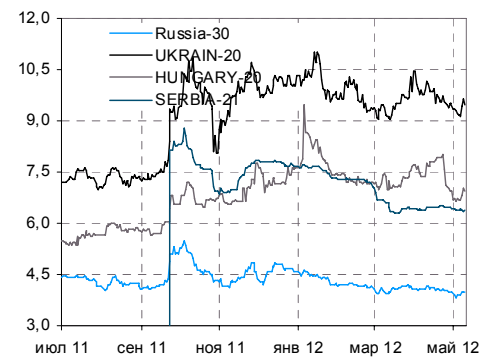
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

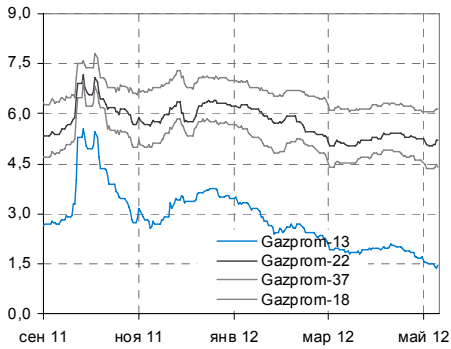


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

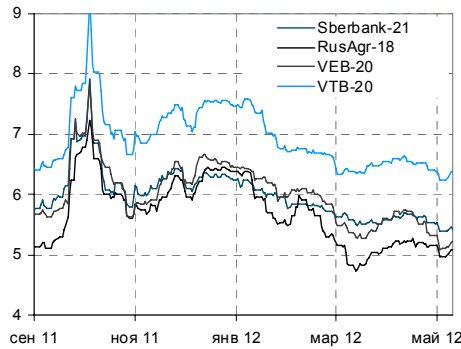


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

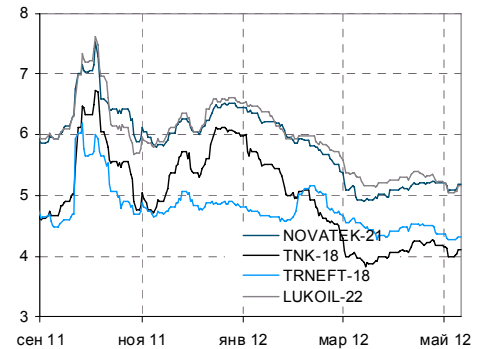
Еврооблигации Газпрома



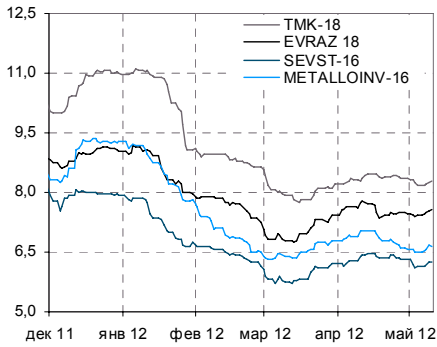
Евробонды госбанков



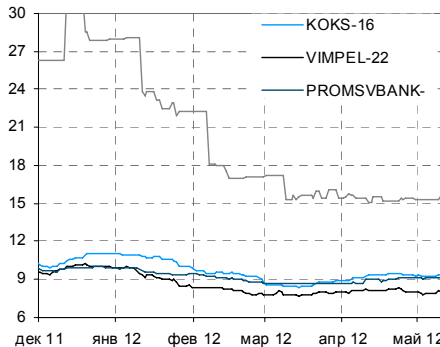
Еврооблигации нефтегазового сектора



Еврооблигации металлургического сектора



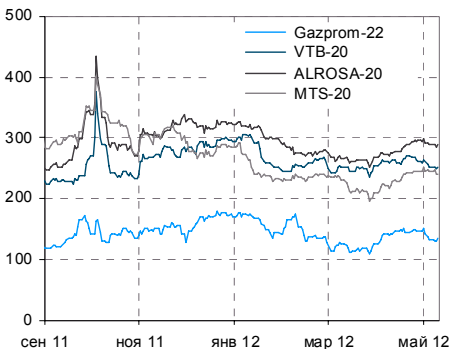
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



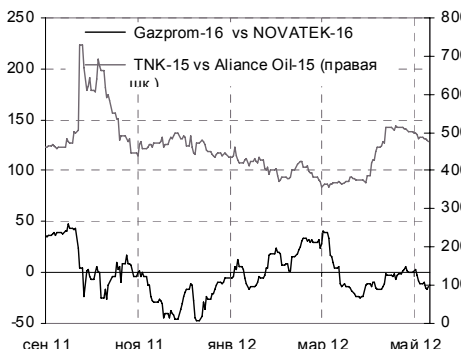
Еврооблигации, номинированные в рублях



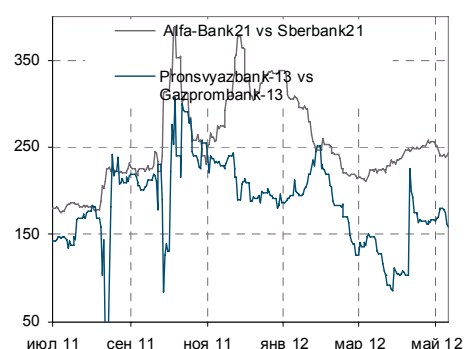
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

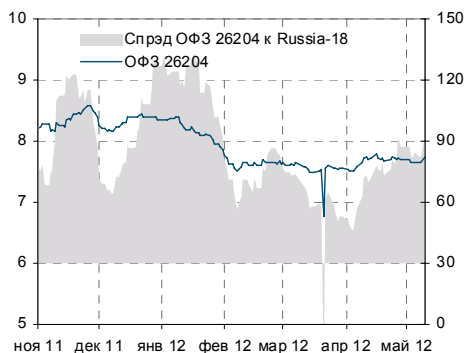


Спрэды в банковском секторе

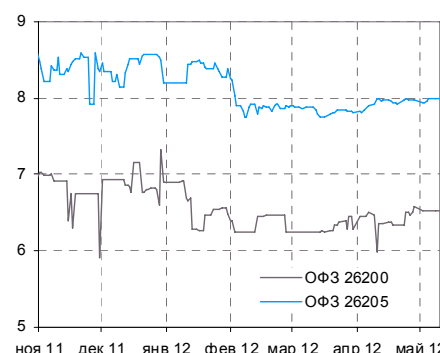


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

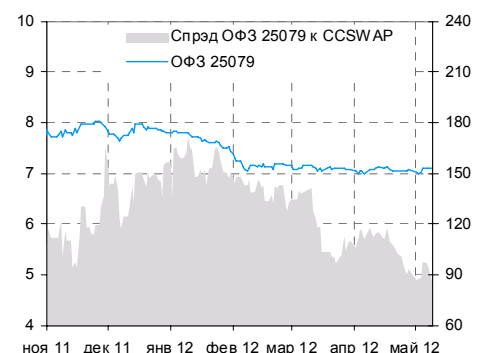
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

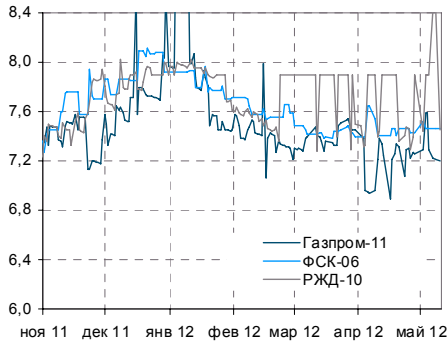


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

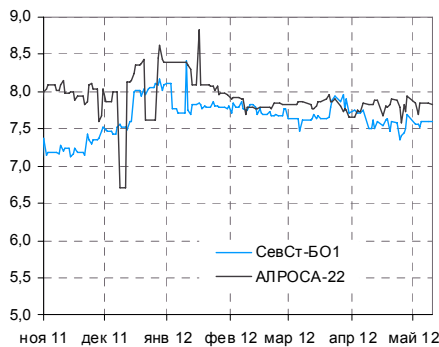


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

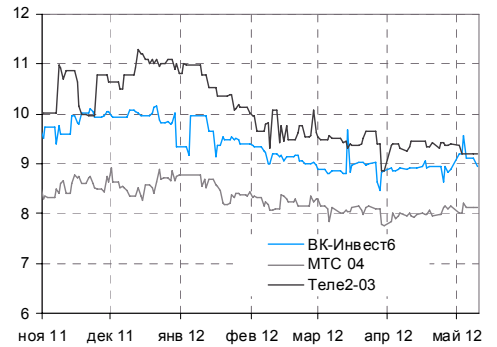
Доходности российских монополий



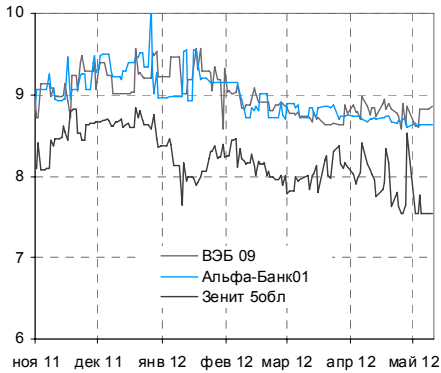
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



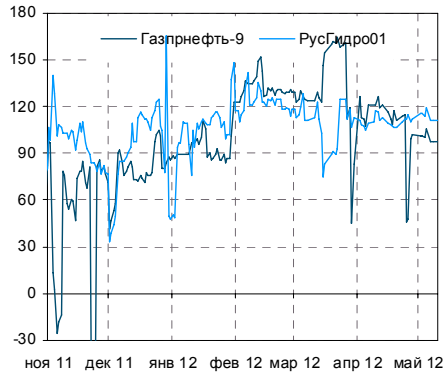
Доходности "Телекоммуникации"



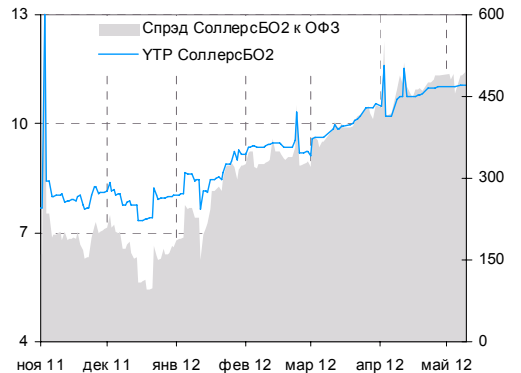
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

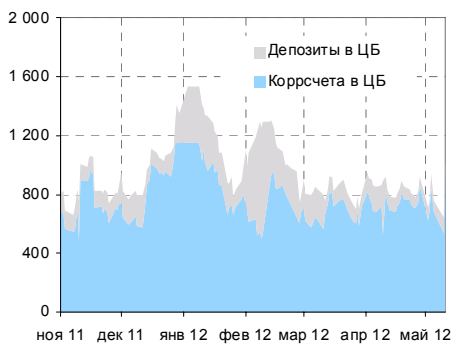


Облигации с текущей доходностью выше 10%

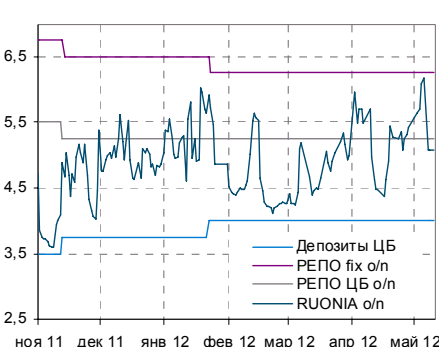


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

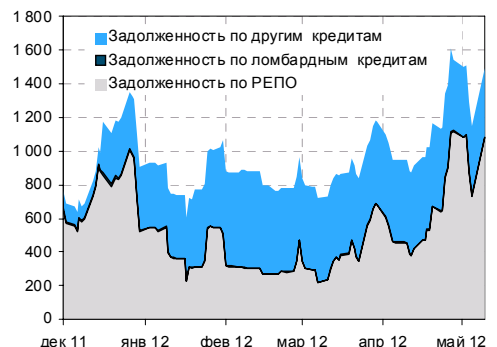
Динамика депозитов и остатков на корсчетах



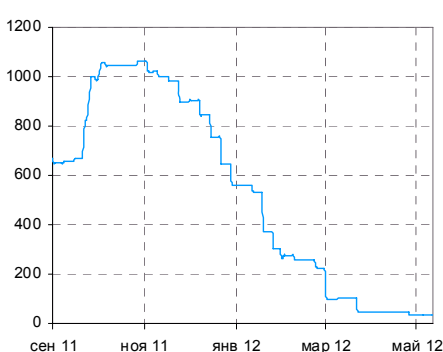
Динамика ставок денежного рынка



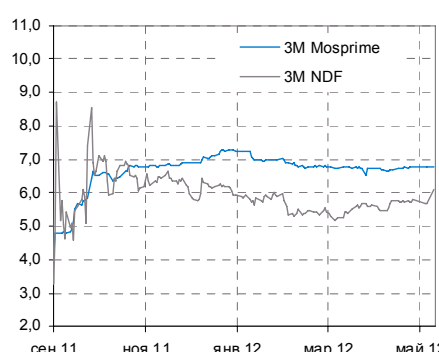
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



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 Воллов, 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 Полютков

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.