

Долговые и денежные рынки

11 сентября 2012 г.

## Конъюнктура рынков

### Внешние рынки

Энтузиазм глобальных инвесторов в отношении рискованных активов несколько ослабел на фоне вчерашних довольно слабых азиатских макроотчетов. К тому же по Греции укрепляется негативный новостной поток. Вкупе с тем, что общий рыночный настрой отражает сильное влияние фактора ожиданий, последние новости стали причиной для частичной фиксации рискованных позиций.

### Российские еврооблигации

Для российских евробондов начало недели сложилось довольно ровно, отражая сохраняющийся спрос на корпоративный сектор, главным образом из категории high yield. Повышенный спрос вчера можно было наблюдать в отношении первичного предложения Газпром нефти.

### Рублевые облигации

Для рублевых облигаций понедельник стал днем фиксации прибыли, поскольку драйверы рыночного оптимизма несколько утратили свое позитивное влияние.

### FX/Rates

Отсутствие сигналов с внешних площадок позволило локальному валютному рынку в течение торгов понедельника продемонстрировать низкую волатильность.

### Наши ожидания

Волатильность глобальных площадок сохранится сегодня высокой. При этом опасения не оправдавшихся ожиданий по части событий среды и четверга могут усилить консерватизм в отношении рискованных инструментов. В части макроданных вторник достаточно беден, что только повышает общую нервозность и усиливает влияние «фактора ожиданий».

Для российских евробондов неоднородный внешний фон остается причиной ограниченного спроса и слабой торговой активности.

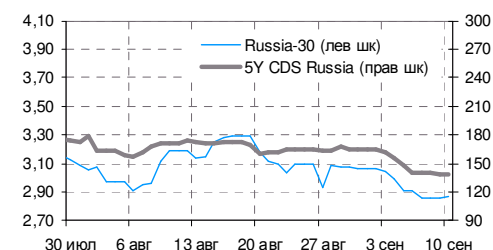
В сегменте рублевого долга ожидаем продолжения ценовой коррекции в ОФЗ, при этом в списке наиболее значимых новостей сегодняшнего дня сообщение от Минфина о планах по части завтрашнего аукциона по гособлигациям. Как стало понятно в прошлую среду, инвесторы готовы покупать госбумаги лишь при наличии премии к рынку.

Локальному валютному рынку сегодня не следует опасаться сильных потрясений. На наш взгляд, сценарий торгов частично будет дублировать понедельник. При этом мы не исключаем увидеть скромное укрепление рубля.

#### Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	2,86	0
CDS России	139	-1
MOSPRIME o/n	5,17	6
NDF 3M	6,06	6
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	679,5	233
Остатки на депозитах, млрд руб.	84,2	-24
Доллар / рубль (ЦБ), руб	31,65	-0,01
Корзина (ЦБ), руб	35,66	-0,01

#### Динамика доходности Russia-30 и CDS России



#### Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3M	0,40	-0,4
ERIBOR 3M	0,26	-0,4
EUR/USD	1,28	
UST-10	1,66	-1
Германия-10	1,55	3
EFSF-10	2,21	-1
Италия - 10	5,17	13
Испания - 10	5,67	7
Португалия-10	8,19	24
CDS 5Y Ирландия	339	6
CDS 5Y Португалия	520	-13
CDS 5Y Италия	344	31
CDS 5Y Испания	378	32

#### Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	509,5	-1
iTRAXX CEEMEA 5Y	211,1	0
iTRAXX SOVX WE 5Y	192,8	4

#### Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 25075	7,08	7
ОФЗ 26205	7,71	-5
ОФЗ 26207	8,13	-1
Газпром-11	7,17	-3
РЖД-10	7,30	1
ФСК-15	7,95	4
MTC-05	9,27	0
ВымпелКом-4	9,52	-3
Металинвест-5	9,52	45
Северсталь-БО1	7,06	-44
РусалБр-8	14,74	2
РСХБ-15	8,20	0

#### Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	5,88	-6
Gazprom-37	5,24	-5
Sberbank-21	4,53	-3
AlfaBank-21	6,99	2
Evraz-18	6,67	-10
Vimpel-22	6,75	1
TNK-BP-18	3,54	0

**Главные новости****ТКС Банк (B2/-/B): итоги 1 полугодия 2012 года.**

ТКС Банк продемонстрировал отличные результаты за 1 полугодие 2012 года, показав высокую эффективность деятельности и темпы роста. Однако мы отмечаем, что и уровень NPL банка постепенно увеличивается.

**Газпром нефть – агрессивное размещение 10-летних евробондов.**

Вчера компания при весомом спросе успешно разместила 10-летний евробонд. Ставка составила 4,357%, что практически не дает премии к Газпрому.

**Соллерс–первая сильная отчетность.**

Улучшения в финансах компании видны по всем направлениям – как в части прибыльности, так и долговой нагрузки. Однако бонды на текущих уровнях не выглядят интересными к покупке.

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

Энтузиазм глобальных инвесторов в отношении рискованных активов несколько ослабел на фоне вчерашних довольно слабых азиатских макроотчетов. К тому же по Греции укрепляется негативный новостной поток. Вкупе с тем, что общий рыночный настрой отражает сильное влияние фактора ожиданий, последние новости стали причиной для частичной фиксации рискованных позиций.

Для внешних площадок приближение заседания FOMC и ожидание базовых заявлений относительно вероятного запуска нового раунда программы количественного смягчения остаются базовыми элементами для установления рыночных настроений и основными причинами волатильности, которую провоцируют иные, не отличающиеся позитивом, новости.

Так, для вчерашнего дня была характерна частичная фиксация позиций в «проблемных» европейских госбондах. В частности, на 10-летней дюрации доходность бондов Испании, Португалии и Италии прибавили соответственно до 5,67% («+7 б.п.»), 8,19% («+24 б.п.») и 5,17% («+13 б.п.»). Вероятно, основные опасения по европейским долгам укрепили новости из Греции, где «тройка кредиторов» отказалась принять разработанный греческим правительством план по сокращению госрасходов. Таким образом, усилив неопределенность предоставления очередного транша финансовой помощи Афинам в объеме 30 млрд евро. К тому же нет уверенности и в том, что в среду Конституционный суд Германии беспрепятственно утвердит планы ЕЦБ по выкупу европейских гособлигаций со вторичного рынка.

Спрос на «защитные» активы имел место, хотя и без серьезного апсайда в котировках. Вероятно, для UST, доходность которых на 10-летней дюрации осталась на уровне 1,66% годовых, ограничителем выступают ожидания притока нового предложения в ближайшие дни. Так, сегодня будут размещаться 3-летние treasuries на 32 млрд долл.

Торги на международном валютном рынке в понедельник проходили при крайне скупом информационном фоне, вследствие этого инвесторы не стремились совершать резкие движения. В рамках европейской сессии пара EUR/USD находилась на уровне 1,278х. Вместе с тем, примечательно выглядит практически полное отсутствие реакции на новости из Греции. По всей видимости, инвесторы в настоящий момент сконцентрировали внимание на двух предстоящих событиях: решении Конституционного суда Германии и заседания ФРС, на пресс-конференции по итогам которого участники рассчитывают получить ответ на вопрос: «Будет ли запущены новые меры стимулирования экономики или нет?». Таким образом, все остальные события, которые будут происходить на рынке, окажут меньшее влияние на общую ситуацию, что дает основания полагать о возможном росте волатильности на текущих уровнях. По итогам вчерашнего дня пара EUR/USD в своем значении не сильно отличалась от уровней открытия торгов – 1,2757х.

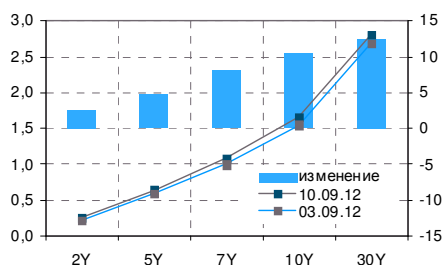
*Ольга Ефремова  
Алексей Егоров*

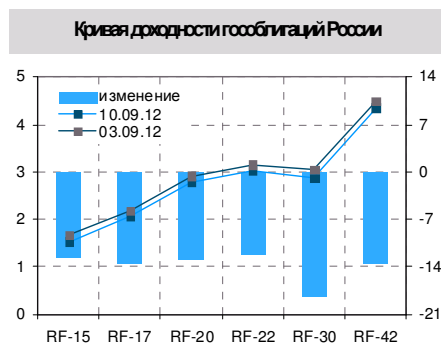
### Российские еврооблигации

Для российских евробондов начало недели сложилось довольно ровно, отражая сохраняющийся спрос на корпоративный сектор, главным образом из категории high yield. Повышенный спрос вчера можно было наблюдать в отношении первичного предложения Газпром нефти.

В сегменте российских евробондов новая неделя началась достаточно спокойно, без повышенного ажиотажа, который можно было наблюдать в прошлые четверг и пятницу. Вероятно, общие настроения отражают

Кривая доходности гособлигаций США





влияние фактора ожиданий грядущего заседания FOMC и последующей пресс-конференции Б.Бернанке. Пока же участники рынка не торопятся «играть на опережение» - сделок гораздо меньше, чем на прошлой неделе, котировки консолидируются на достигнутых уровнях. В целом, можно сказать, что торговая сессия понедельника начиналась с осторожной фиксации в пределах 25-50 б.п., но в дальнейшем покупатели снова проявили инициативу, и к закрытию отрицательные переоценки по большей части удалось нейтрализовать.

В суверенном сегменте вчера котировки Russia-30 продержались в диапазоне 126,25% - 126,375% (YTM 2,87% - 2,85%), не отражая какого-либо интереса участников к бенчмарку. По бумагам Russia-42 динамика была ярче, но не на много: за день их котировки продвинулись от 120,5% - 120,75% (YTM 4,38% - 4,37%) к 121,0% (YTM 4,36%).

В негосударственных евробондах в центре торговой активности вчера находились выпуски «второго эшелона», в частности, бонды ВымпелКома и Евраза, которые оказались в первой половине дня объектом не особо выразительной ценовой коррекции, а в дальнейшем центральными «действующими лицами» в заявках на покупку. Так, можно отметить, что длинные бумаги ВымпелКома (Vimpel-21 и Vimpel-22) отыграли в конце дня большую часть падения цен, ограничив его 25 б.п. после утренней коррекции на 0,5%. При этом по евробондам Евраза, в частности Evraz-18 new, спрос во второй половине торгов продвинул котировки вверх до «+50 б.п.» относительно пятничных уровней после утренней коррекции на 25 б.п.

Пожалуй, самым ярким событием вчерашнего дня было размещение 10-летних бумаг Газпром нефти. Интерес к выпуску сформировался большим изначально, причем первый ориентир по доходности — 4,75% - обеспечивал положительную переоценку на grey market на уровне порядка 1,25%. В дальнейшем организаторы пошли на снижение ориентиров, но и это не отвлекло игроков от покупок на grey market. После анонса доходности размещения на уровне 4,375% «плюс» ограничивался 0,625%. Вместе с тем, по итогам дня покупки на grey market продолжались, обеспечивая рост котировок на 0,875%, что не удивительно: спрос на новый выпуск составлял порядка 15 млрд долл. при объеме предложения 1,5 млрд долл. Отметим, что такой ажиотаж в бумагах Газпром нефти благоприятно отразился и на бондах Газпрома — по Gazprom-34 и Gazprom-37 котировки росли более чем на 75 б.п. По Gazprom-22 (4,95%) — в пределах 25 б.п., и его доходность составила 4,2% годовых, что отражает фактическое отсутствие какой-либо премии в новых бумагах Газпром нефти и идентичность оценок риска «дочки» и «материнской компании», которая, как мы полагаем, стала возможна при сохраняющемся на рынке навесе свободной ликвидности, позволяющей пока игнорировать очевидную разницу в кредитном качестве двух компаний. Вместе с тем, при менее комфортной конъюнктуре есть риск расширения спреда в пределах 30-50 б.п., оправдываемого определенными «недостатками» кредитного профиля нефтяной компании, а также ее «дочерним» статусом.

Среди бумаг, которые также были вчера в заявках на покупку, отметим выпуски VTB-18 и VTB-20, где котировки прибавили порядка 25 б.п. относительно пятничного закрытия.

*Ольга Ефремова*

## Рублевые облигации

*Для рублевых облигаций понедельник стал днем фиксации прибыли, поскольку драйверы рыночного оптимизма несколько утратили свое позитивное влияние.*

В сегменте рублевого долга вчера был нарушен позитивный ценовой тренд, преобладавший на прошлой неделе. Участников рынка к фиксации

прибыли, судя по всему, подтолкнул неоднородный настрой внешних площадок вкуче с негативными сигналами с внутреннего денежного рынка, где на фоне сжатия общего запаса ликвидности проявился рост коротких ставок.

Сегмент ОФЗ отреагировал на «охлаждение» общей конъюнктуры фиксацией как на дюрации более 4 лет: выпуски серий 26209, 26208, 26204 и 26206 потеряли в цене от 20 до 40 б.п., так и на более коротком отрезке – бумаги серий 25075, 25076, 26198 дешевели в пределах 20 б.п., а по выпуску 25080 средневзвешенная цена сложилась на 1% ниже пятницы.

На общем фоне сильно выделялся выпуск 26207, который был гораздо «лучше рынка», вероятно, потому, что на прошлой неделе он несколько отставал на фоне общего роста, и по нему сохранилась премия к общей кривой ОФЗ.

В корпоративном сегменте реакция была схожей, то только при ощутимо меньших оборотах, поскольку основной реакцией стало расширение спреда между заявками на покупку и продажу. Бумаги, которые еще в пятницу были объектом покупки, ощутили на себе давление продаж: по бондам ВымпелКома, Металлоинвеста, МТС, ФСК, ВЭБа средневзвешенные котировки снизились вчера на 10-80 б.п.

Вероятно, сегодня давление на котировки сохранится – внешний фон пока не подает позитивных сигналов, внутренние конъюнктуроформирующие факторы также складываются не в пользу увеличения позиций в рублевых инструментах.

*Ольга Ефремова*

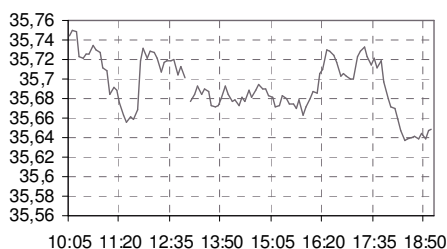
## Forex/Rates

*Отсутствие сигналов с внешних площадок позволило локальному валютному рынку в течение торгов понедельника демонстрировать низкую волатильность.*

Локальные валютные площадки в первый рабочий день текущей недели открылись на уровнях закрытия пятницы. Небольшой «рывок» в стоимости валюты относительно рубля в первые минуты торгов был довольно быстро нейтрализован. Курс доллара впоследствии удерживался у отметки 31,72 руб., а стоимость бивалютной корзины – у 35,68 руб. Волатильность, наблюдаемая на сырьевых площадках, где стоимость нефти марки Brent находилась в диапазоне 114 – 115 долл. за барр., практически не оказывала влияния на общее настроение локальных участников. В целом, понедельник запомнился резким снижением активности торгов, в сравнении с пятницей, когда дневной оборот по долларовой секции ММВБ «ТОМ» составил 6,3 млрд., в понедельник этот показатель опустился до 4,8 млрд. долл.

Вчера банковской системе удалось частично нейтрализовать недостаток ликвидности. Источником ресурсов выступил ЦБ, увеличивший лимит по однодневному прямому РЕПО с 10 млрд руб. до 240 млрд руб. Из предложенных средств востребованными оказались 194 млрд руб., что отразилось на общей сумме остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ, которая достигла уровня 763,7 млрд руб. Сегодня у кредитных организаций вновь появляется шанс «довести» сумму остатков на счетах в ЦБ до уровня 1 трлн руб. Регулятор повысил уровень лимита по семидневному РЕПО, и теперь он составляет 1170 млрд руб., кроме того лимит по РЕПО о/н также повысили – до 250 млрд руб. Вместе с тем, на наш взгляд, следует рассчитывать на умеренный спрос на сегодняшних аукционах. Индикатором потребности банков в ресурсах может стать индикативная ставка MosPrime о/н, которая, несмотря на низкий уровень остатков на корсчетах, продемонстрировала снижение на прошлой неделе, но вчера составила 5,17%. Кроме того, сегодня пройдет депозитный аукцион Федерального казначейства на сумму 25 млрд руб. сроком 35 дней и минимальной процентной ставкой 6,3%, что в сравнении с рыночной

Динамика бивалютной корзины



стоимостью ресурсов выглядит довольно конкурентно способно.

*Алексей Егоров*

### **Наши ожидания**

Волатильность глобальных площадок сохранится сегодня высокой. При этом опасения не оправдавшихся ожиданий по части событий среды и четверга могут усилить консерватизм в отношении рискованных инструментов. В части макроданных вторник достаточно беден, что только повышает общую нервозность и усиливает влияние «фактора ожиданий».

Для российских евробондов неоднородный внешний фон остается причиной ограниченного спроса и слабой торговой активности.

В сегменте рублевого долга ожидаем продолжения ценовой коррекции в ОФЗ, при этом в списке наиболее значимых новостей сегодняшнего дня сообщение от Минфина о планах по части завтрашнего аукциона по гособлигациям. Как стало понятно в прошлую среду, инвесторы готовы покупать госбумаги лишь при наличии премии к рынку.

Локальному валютному рынку сегодня не следует опасаться сильных потрясений. На наш взгляд, сценарий торгов частично будет дублировать понедельник. При этом мы не исключаем увидеть скромное укрепление рубля.

*Ольга Ефремова*

*Алексей Егоров*

## Календарь событий

### Долговой рынок

- 12 сентября Размещение: Росбанк БО-04, 10 млрд руб.  
 14 сентября Размещение: Группа ЛСП- 03, 3 млрд руб.

### Внешний долговой рынок

- 11 сентября Размещение векселей Греции.  
 Размещение UST-3 на 32 млрд долл.  
 12 сентября Размещение векселей Италии на 3 месяца, на 12 месяцев.  
 Размещение облигаций Германии на 5 лет на 5 млрд евро.  
 Размещение UST-10 на 21 млрд долл.  
 13 сентября Размещение UST-30 на 13 млрд долл.

### Макроэкономические события

- 11 сентября США: торговый баланс  
 12 сентября Китай: объем прямых иностранных инвестиций в августе.  
 ЕС: Решение Конституционного суда Германии по ESM и фискальному пакту ЕС; CPI во Франции, в Германии в августе; промышленное производство в ЕС, промышленное производство в Италии.  
 13 сентября **Россия: заседание Банка России по ставкам.**  
 ЕС: Ежемесячный отчет ЕЦБ.  
 США: недельная статистика по безработице, PPI за август, отчет об исполнении бюджета за август.  
**США: Заседание ФРС, решение по базовой ставке, прогнозы FOMC, пресс-конференция Б. Бернанке.**  
 14 сентября Саммит министров финансов ЕС.  
 ЕС: CPI в ЕС в августе, безработица в ЕС во 2 кв.  
 США: розничные продажи в августе, CPI за август, промпроизводство в августе, индекс потребительского доверия Мичигана за сентябрь.

### Денежный рынок

- 11 сентября Депозитный аукцион по размещению временно свободных средств федерального бюджета на сумму 25 млрд рублей. Срок размещения составит 35 дней. Минимальная процентная ставка размещения установлена 6,3% годовых.

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

## Новости коротко

### Макроновости

- По данным Банка России, **денежная база РФ** в широком определении за август 2012 года сократилась на 106,8 млрд руб. или на 1,3% и по состоянию на 1 сентября текущего года составила 8107,8 млрд руб. С начала года объем денежной базы сократился на 536,3 млрд руб. или на 6,2%. Сумма наличных денег в обращении с учетом остатков в кассах кредитных организаций на 1 сентября составила 6810,8 млрд руб. (за август «+7,4» млрд руб.), объем средств на корреспондентских счетах кредитных организаций в Банке России составил 721,1 млрд руб. (за август «-153,7» млрд руб.), обязательные резервы были на уровне 407,1 млрд руб. (за август «+3,9» млрд руб.), объем средств на депозитах кредитных организаций в Банке России составил 168,7 млрд руб. (за август «+35,4» млрд руб.).
- По данным Минфина, объем **государственного внутреннего долга РФ** с учетом государственных гарантий в рублях за 8 месяцев 2012 года вырос на 5,6% и по состоянию на 1 сентября составил 4427,452 млрд руб. против 4190,553 млрд руб. на начало года. За август текущего года объем внутреннего долга снизился на 1,77% или на 79,926 млрд руб. В том числе объем государственных гарантий РФ в рублях за август сократился на 13,089 млрд руб. до 612,707 млрд руб. на 1 сентября. С начала года объем госгарантий снизился на 24,627 млрд руб. или на 3,86%.

### Корпоративные новости

- Чистая прибыль **Группы ГПБ** по МСФО за 1 полугодие 2012 года упала в 3,6 раза и составила 10,6 млрд руб. по сравнению с 38,1 млрд руб. за 1 полугодие 2011 года. Более высокие показатели прибыли в 1 полугодии 2011 года были связаны с крупными доходами Группы от продажи инвестиционного портфеля долевых бумаг в рамках политики по снижению рыночного риска, а также от разовых комиссионных операций. Суммарное влияние указанных операций на чистую прибыль Группы в 2011 году составило 24,5 млрд руб. Уровень чистой процентной маржи во 2 квартале 2012 г. увеличился на 0,6 п.п. по сравнению с 1 кварталом 2012 г. и составил 3,1%. /Finambonds/
- Чистая прибыль **ЗАО «Райффайзенбанк»** по МСФО в 1 полугодии составила 9,8 млрд руб. по итогам 1 полугодия 2012 года, увеличившись на 44,5% (или на 3,0 млрд руб.) по сравнению с результатом 1 полугодия 2011 года (6,8 млрд руб.). Основными факторами роста стали: рост чистого процентного дохода по кредитному портфелю (+24,7%, или на 3,4 млрд руб.) благодаря росту объема кредитного портфеля относительно 1 квартала 2011 года; увеличение чистого процентного дохода по производным финансовым инструментам на фоне роста спреда между рыночными рублевыми и долларowymi процентными ставками; а также благодаря сокращению процентных расходов по материнскому фондированию в результате контрактных погашений долгосрочных кредитов, полученных от материнского Банка, и расходов на купоны по собственным рублевым облигациям банка в результате выкупа части облигаций у держателей в декабре 2011 года. /Finambonds/

### Долговые рынки

- Ставка 1 купона по облигациям **АКБ «Росбанк»** серии БО-04 установлена по результатам сбора заявок на уровне 9,3% годовых. Ориентир находился в диапазоне 9,05-9,30%, что соответствует доходности к оферте через 2 года - 9,25-9,52% годовых.

### Рейтинги и прогнозы

- Fitch присвоило ожидаемый рейтинг «BB+(EXP)» предстоящему выпуску субординированных долларовых облигаций **Alfa Bond Issuance plc**, представляющих собой участие в кредите и имеющих ограниченный регресс на эмитента. Финальный рейтинг будет присвоен после получения окончательной документации по выпуску, которая должна соответствовать предоставленной ранее информации.

## Главные новости

### **ТКС Банк (B2/-/B): итоги 1 полугодия 2012 года.**

*ТКС Банк продемонстрировал отличные результаты за 1 полугодие 2012 года, показав высокую эффективность деятельности и темпы роста. Однако мы отмечаем, что и уровень NPL банка постепенно увеличивается.*

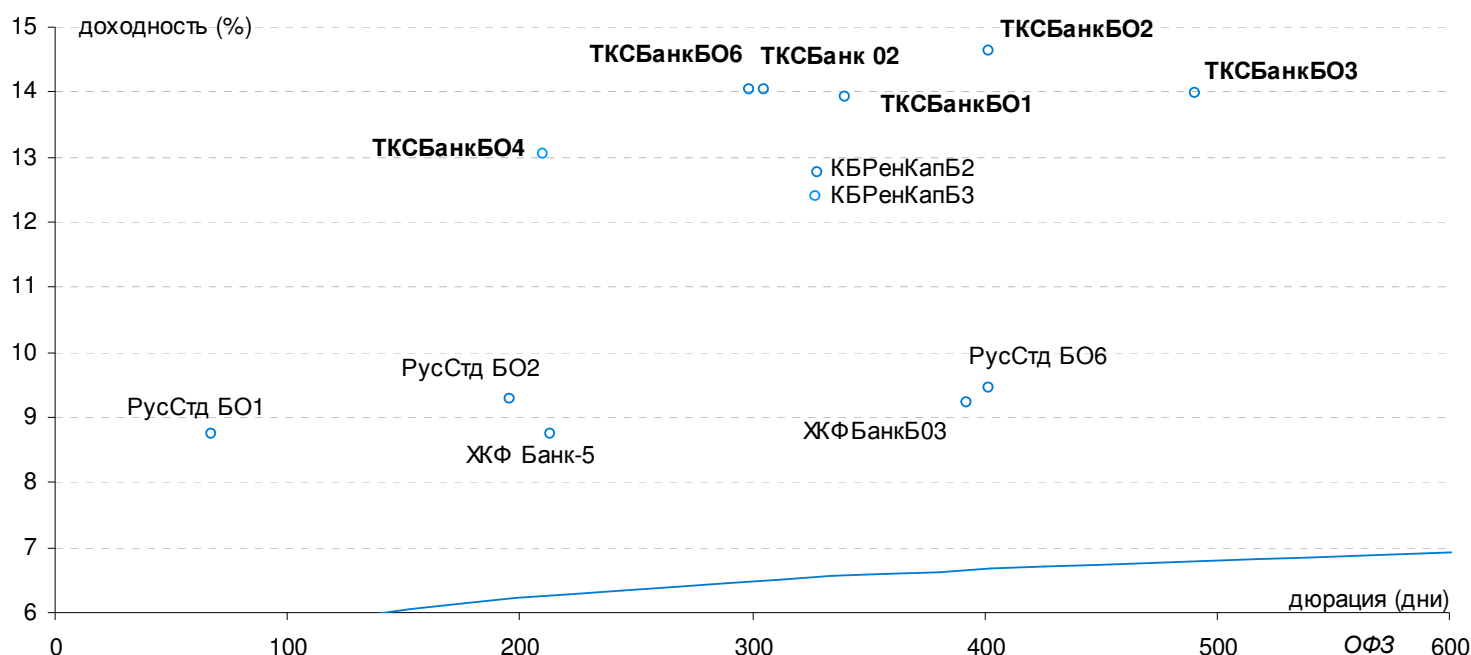
**Событие.** ТКС Банк раскрыл итоги деятельности за 1 полугодие 2012 года по МСФО (неаудированные).

**Комментарий.** ТКС Банк представил инвесторам позитивные итоги за отчетный период. Среди основных факторов мы отмечаем рост чистых процентных доходов и прибыли в 2,2 раза и в 3 раза соответственно. Контролируя расходы и получая эффект от масштаба операций, банку удается добиваться роста показателей эффективности: RoAA и RoAE выросли до 8,9% и 62% соответственно, хотя по сравнению со всем 2011 году эмитенту, как и другим розничным банкам, не удалось избежать некоторого снижения. Отметим, что по показателям эффективности ТКС Банк превосходит ХКФ Банк, который стабильно демонстрирует высокие результаты.

Рост кредитного портфеля банка в 3 раза выше среднеотраслевого значения, что отчасти сохраняет риск резкого увеличения просроченной задолженности при стагнации развития, однако пока банк демонстрирует довольно низкий для розничного направления уровень NPL (90+) – около 3,9%. Среди негативных моментов отметим, что показатель растет. Такая тенденция просматривается и у сравниваемых розничных банков (Русский Стандарт, ХКФ Банк, КБ Ренессанс Кредит), однако никто из них не демонстрирует столь стремительных темпов развития. Тем не менее, пока риски покрываются уровнем доходности операций (по нашим подсчетам, NIM превышает 68%). Последнее позитивно отражается на уровне достаточности капитала, который по РСБУ (H1) на 1 августа 2012 года составил 13,88% (по МСФО на 1 июля банк данные не раскрывает). Однако допэмиссии также проводятся: последняя была в мае текущего года в объеме 37,5 млн долл. Напомним, тогда появился новый миноритарный собственник - инвестфонд Baring Vostok, и в вышедшей отчетности приведена уже следующая структура конечных бенефициаров: Олег Тиньков – 63,18% (69,35% на конец 2011 года), Goldman Sachs – 12,83% (13,64%), Baring Vostok Private Equity Fund IV – 8,00%.

В структуре фондирования эмитенту пока не удается достичь показателя Loans / Customer accounts уровня сравниваемых кредитных организаций (1,1-1,3x), и по итогам полугодия его значение сохранилось 1,8x. Отметим, что банк довольно охотно занимает на долгом рынке – выпущенные ценные бумаги составили на конец отчетного периода 37% пассивов. В настоящее время у ТКС Банка в обращении 6 рублевых выпусков на 9,5 млрд руб. и один евробонд на 175 млн долл. Облигации банка торгуются с премией к бумагам других банков со схожими рейтингами. В частности, премия к КБ Ренессанс Кредит (B2/B/B) составляет более 100 б.п. Для инвесторов, готовых к принятию рисков банков 3 эшелона займы ТКС Банка, на наш взгляд, интересны к покупке. Среди наиболее ликвидных мы отмечаем бумаги серии БО-06 и БО-02, торгующиеся с доходностью 14,0-14,6% годовых. Однако нужно помнить, что в отличие от КБ Ренессанс Кредит, ни один заем ТКС Банка не входит в перечень прямого РЕПО с ЦБ.

Доходности облигаций финансового сектора (10.09.2012)



Финансовые показатели розничных банков по МСФО

	Банк Русский Стандарт млрд руб.		ЖКФ-Банк млрд руб.		КБ Ренессанс Кредит млрд руб.		ТКС-Банк млрд руб.*			
Рейтинги	Ва3/В+/В+		Ва3 / - / ВВ-		В2/В/В		В2 / - / В			
Место в ранжире на 1 июля 2012 года	26		30		72		92			
Балансовые показатели	2011	1H 2012	2011	1H 2012	2011	1H 2012	1H 2011	2011	1H 2012	1H '12 / 2011
ASSETS	188	223	155,7	197,3	62	70	20	29	43	44%
Cash and cash equivalents	18,3	15,3	16,0	9,8	7	9	2	5	5	-2%
Loans	114	141	112,8	146,8	50	56	16	21	34	60%
Loans (gross)	122	152	121,0	159,6	52	n/a	17	23	37	60%
% assets	60%	63%	72%	74%	81%	80%	78%	72%	80%	---
NPL (>90дн.)	4,5%	5,2%	5,8%	6,0%	4,6%	6,7%	3%	3,7%	3,9%	---
Impairment allowance / NPL (90+)	1,5	1,4	1,2	1,3	0,7	n/a	2,2	1,8	1,7	---
Loans / Customer accounts	1,0	1,1	1,6	1,3	1,6	1,3	2,3	1,8	1,8	---
Customer accounts	109	134	70,3	115,9	32	43	7	12	19	65%
% assets	58%	60%	45%	59%	51%	61%	34%	40%	45%	---
EQUITY	27	26	30,5	34,0	14	14	2	4	7	73%
% assets	19%	12%	20%	17%	22%	19%	11%	13%	15%	---
Total Capital Adequacy Ratio	21,0%	17,4%	20,5%	17,1%	23%	22%	13%	13%	n/a	---
Показатели прибыльности	2011	1H 2012	2011	1H 2012	2011	1H 2012	1H 2011	2011	1H 2012	1H '12 / 1H '11
Net interest income	22,8	15,3	23,1	14,9	7,8	5,3	2,8	7,5	6,3	124%
Fee and commission income (net)	0,9	0,6	9,6	8,9	4,7	3,3	-0,1	-0,2	-0,1	102%
Provisions charge for loan impairment	-4,6	-5,3	-6,2	-7,6	-2,6	-3,2	-0,5	-1,2	-1,2	152%
Operating income*	28,4	19,2	32,3	23,7	12,6	8,3	2,1	6,2	5,0	143%
General Administrative expenses	-17,2	-10,1	-12,5	-8,2	-6,6	-3,5	-0,9	-2,4	-1,8	97%
Profit	5,0	3,1	10,8	6,3	2,7	1,3	0,5	2,0	1,6	195%
Качественные показатели деятельности	2011	1H 2012	2011	1H 2012	2011	1H 2012	1H 2011	2011	1H 2012	1H '12 vs 1H '11
RoAA	3,1%	3,0%	9,1%	7,2%	5,2%	3,9%	6,8%	9,6%	8,9%	2%
RoAE	18,5%	23,1%	38,4%	39,3%	21,5%	18,0%	60,3%	78,7%	62,0%	2%
Cost / Income	60,6%	52,6%	38,8%	34,4%	52,5%	44,0%	44,1%	38,0%	35,7%	-8%

\*Банк предоставляет отчетность в долларах США.

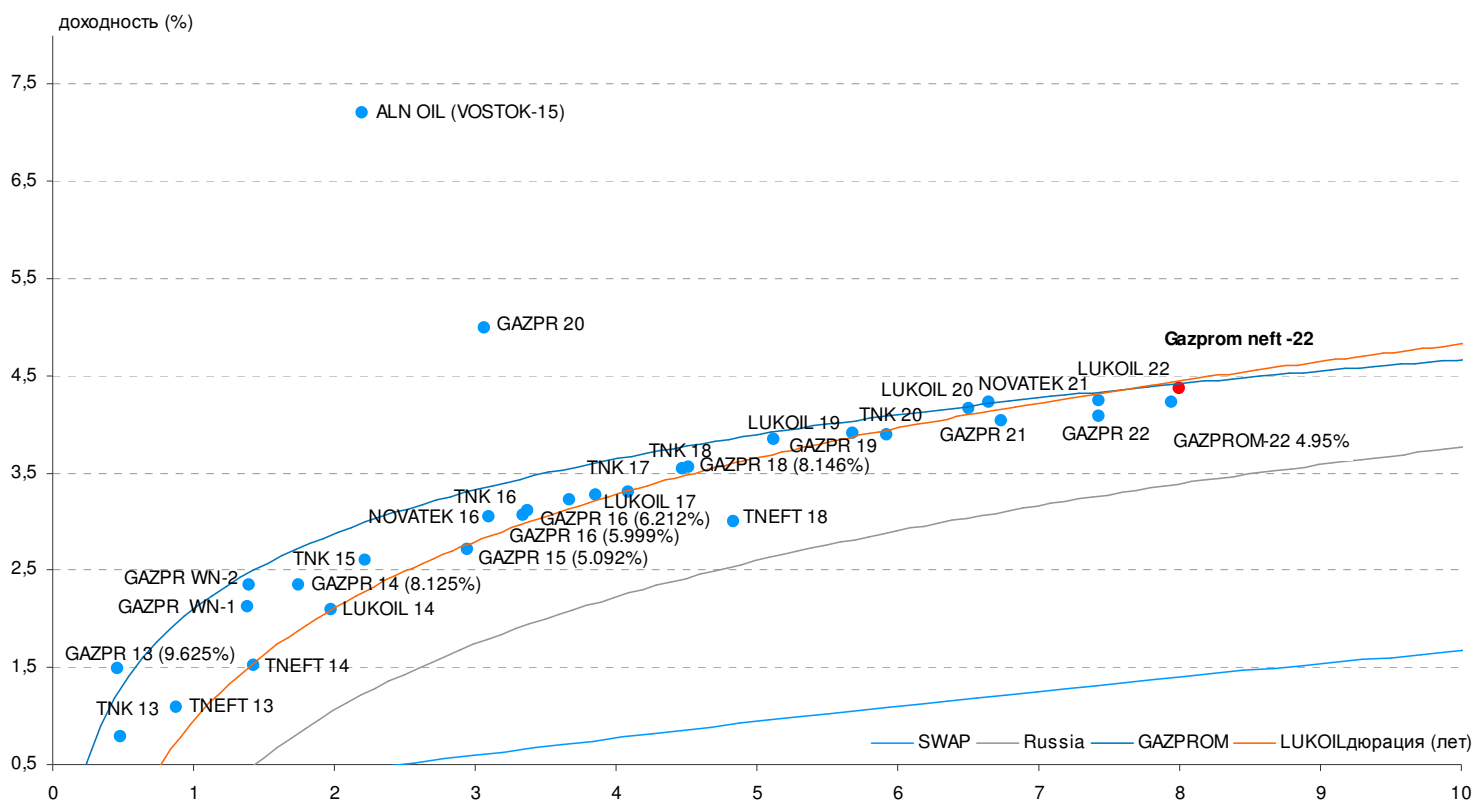
Источники: данные банков, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа  
Елена Федоткова

**Газпром нефть – агрессивное размещение 10-летних евробондов.**

Вчера компания при весомом спросе успешно разместила 10-летний евробонд. Ставка составила 4,357%, что практически не дает премии к Газпрому.

**Событие.** Вчера компания разместила 1,5 млрд долл. 10-летних еврооблигаций с доходностью 4,357%.

**Комментарий.** Изначально ориентир доходности составлял 4,75%, что давало порядка 50-55 б.п премии к материнскому бонду Gazprom-22. Однако значительный спрос – 15 млрд долл. позволил разместиться практически без премии к облигациям Газпрома. Итоговая ставка в 4,357% дает премию порядка 12-15 б.п. к бумагам Газпрома, что, учитывая разницу в рейтингах в одну ступень, и долгое отсутствие на рынке еврооблигаций эмитента является довольно агрессивным уровнем. Справедливым мы видим уровень премии к кривой Газпрома от 30 б.п. Скорее всего, значительный спрос может поддержать котировки бумаги на вторичном рынке, однако при ухудшении конъюнктуры бонд может иметь высокую волатильность.

**Доходности евробондов нефтегазового сектора (10.09.2012)**

Источники: bloomberg  
Игорь Голубев

**Соллерс – первая сильная отчетность.**

Улучшения в финансах компании видны по всем направлениям – как в части прибыльности, так и долговой нагрузки. Однако бонды на текущих уровнях не выглядят интересными к покупке.

**Событие.** Вчера компания представила отчетность по МСФО за 1 полугодие 2012 года.

**Комментарий.** Улучшения в финансах компании видны по всем направлениям. Прежде всего, это касается прибыльности и долга. Основой этому стало, главным образом, начало сотрудничества с Ford и прекращение - с брендом Fiat. За шесть месяцев компания улучшила значение EBITDA margin с 9,1% в прошлом году до 12,7% в отчетном периоде. Последнее стало выше докризисных результатов. Отметим также, что по сравнению с сопоставимым полугодием 2011 года компания показала положительный операционный денежный поток 1,8 млрд руб. против «-1,4

млрд руб.» в прошлом году. Также Соллерс работал над долговыми метриками, что сказалось на 15%-ом снижении долга. Метрика Debt/LTM EBITDA составила 1,96x против 2,69x, что выглядит значительно комфортнее. Структура долга, по сравнению с началом текущего года, стала лучше, однако по-прежнему преобладают обязательства с погашением в рамках года – 57% или 8,3 млрд руб. Несколько смягчает данное обстоятельство запас денежных средств в размере 2,6 млрд руб. и положительный операционный поток.

Высокие результаты Соллерса не оказали какого-либо значимого влияния на бумаги эмитента. Однако стоит отметить, что бонды компании на текущий момент торгуются ниже отметки в 10%, что для компании без рейтинга довольно дорого.

### Финансовые результаты за первое полугодие

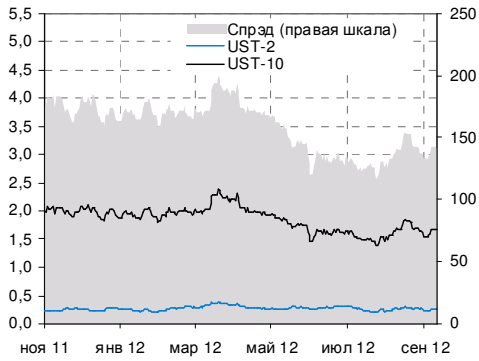
млн руб.	Соллерс, МСФО		
	пол.2011	пол.2012	Изм.
Выручка	31 550	30 967	-1,8
Операционный денежный поток	-1 141	1 778	-255,8
Свободный денежный поток	-1 029	1 834	-278,2
EBITDA	2 863	3 935	37,4
Чистая прибыль	897	2 609	190,9
% расходы	777	641	-17,5
Рентабельность EBITDA	9,1%	12,7%	3,6 п.п
Рентабельность по чистой прибыли	2,8%	8,4%	5,6 п.п
EBITDA/% расходы	3,68	6,14	
	2011	пол.2012	
Активы	49 094	46 543	-5
Денежные средства и их эквиваленты	2 957	2 594	-12
Финансовый долг, в т.ч.:	16 834	14 353	-15
долгосрочный	5 851	6 095	4
краткосрочный	10 983	8 258	-25
Чистый долг	13 877	11 759	-15
Фин.долг/EBITDA	2,69	1,96	-0,73
Чистый долг/EBITDA	2,21	1,60	-0,61
Фин. долг/Активы	34,3%	30,8%	-3,5 п.п

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

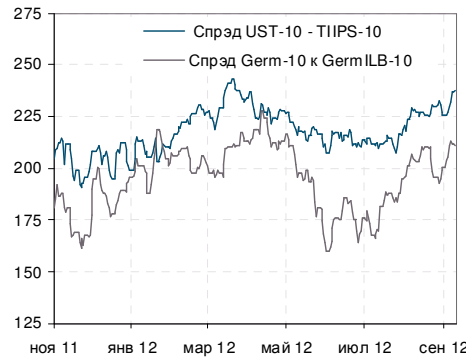
Игорь Голубев

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

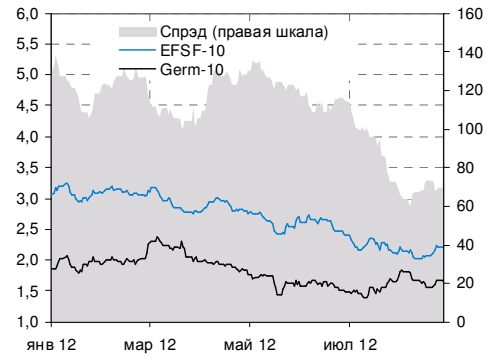
Казначейские обязательства США 2-летн. и 10-летн.



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



10-летние бумаги Германии и EFSF-10



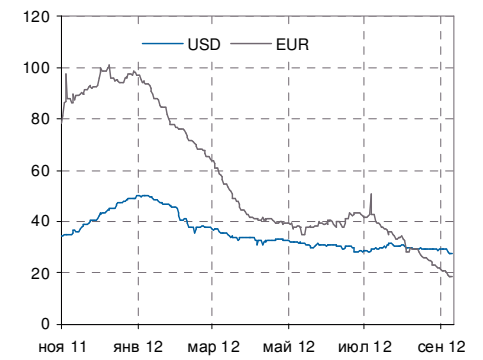
Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

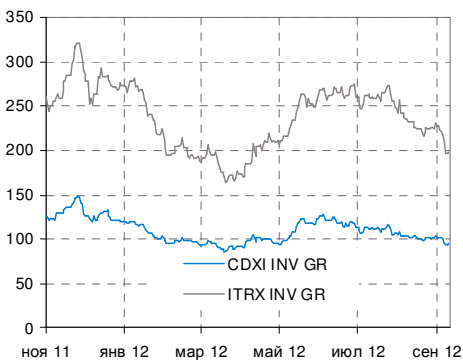


Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

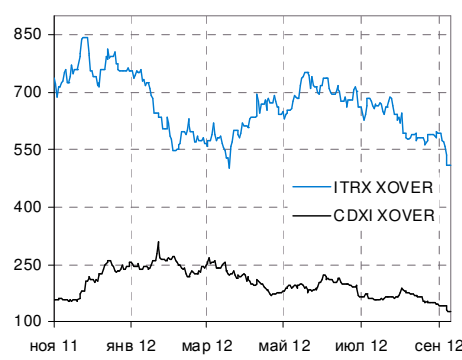


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

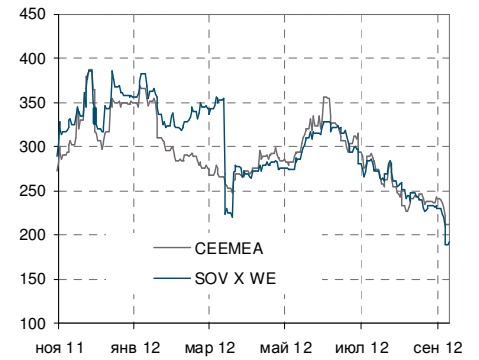
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX / Cross-Over

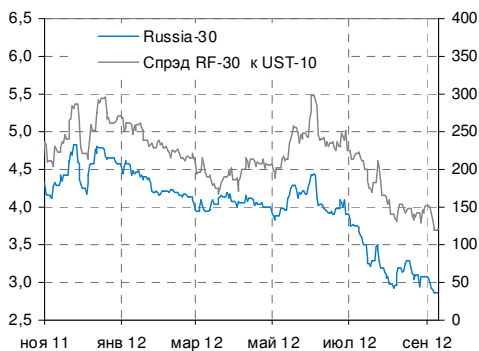


ITRX / Governments

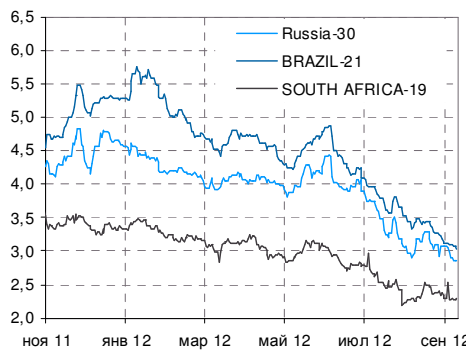


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

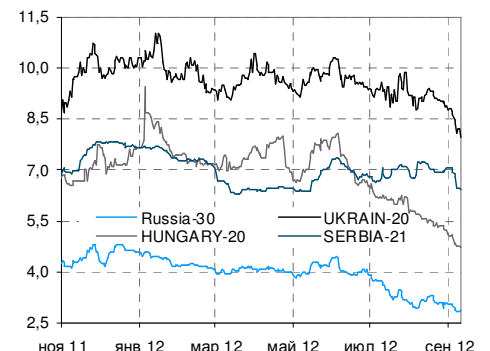
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

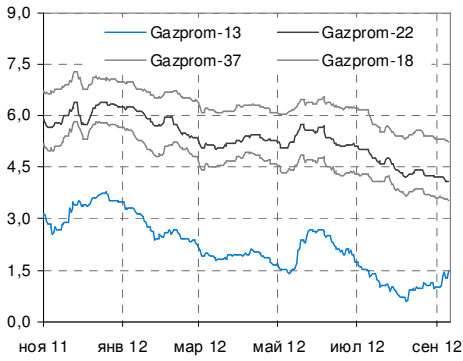


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

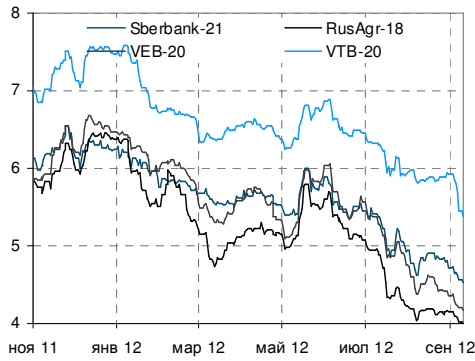


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

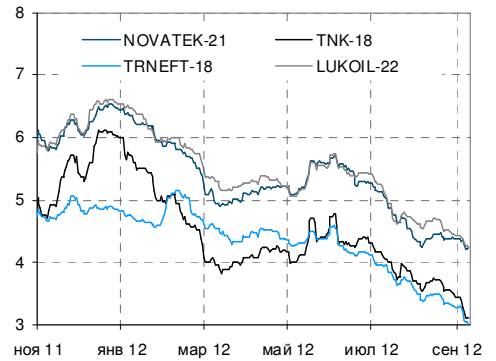
Еврооблигации Газпрома



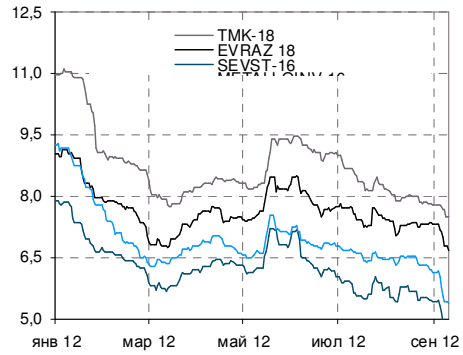
Евробонды госбанков



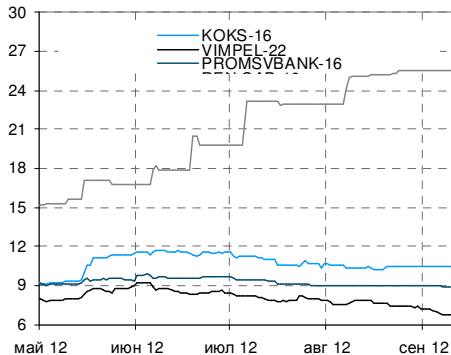
Еврооблигации нефтегазового сектора



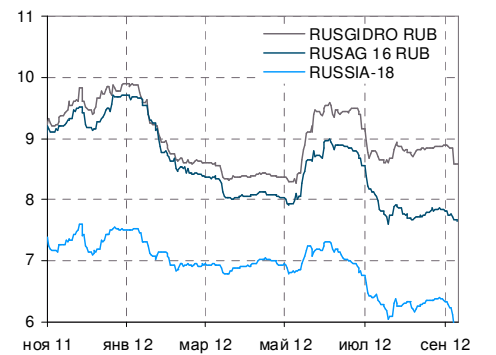
Еврооблигации металлургического сектора



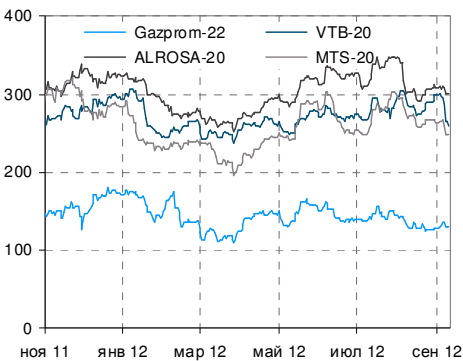
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



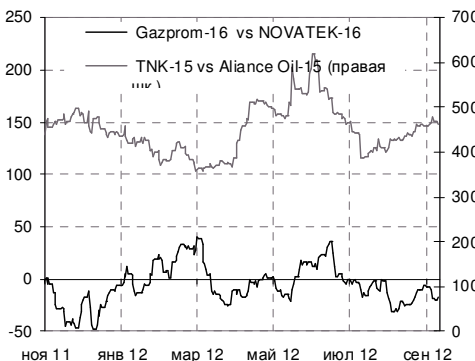
Еврооблигации, номинированные в рублях



Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

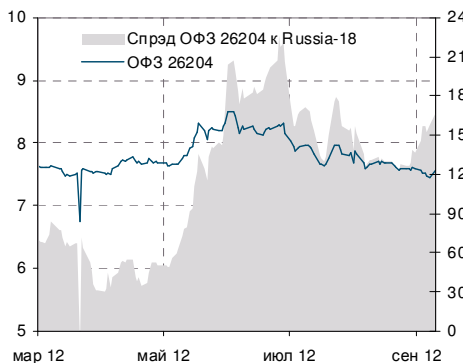


Спрэды в банковском секторе

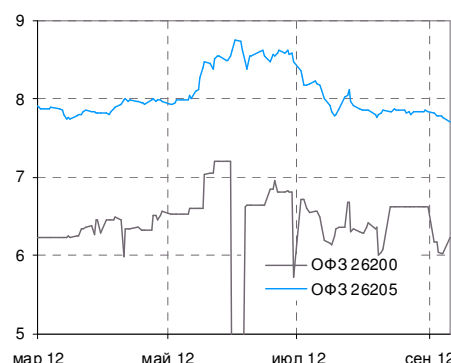


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

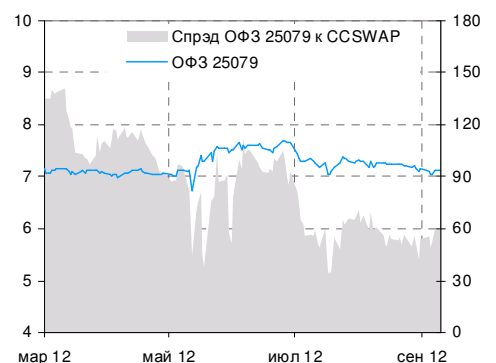
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

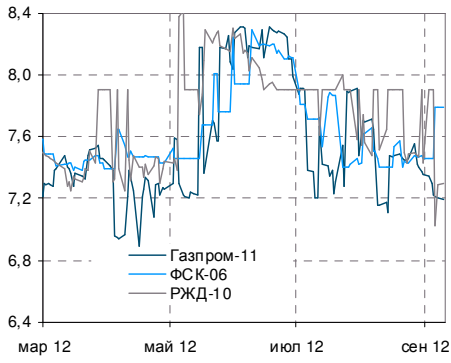


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

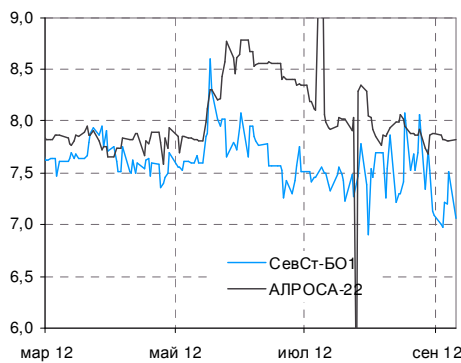


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

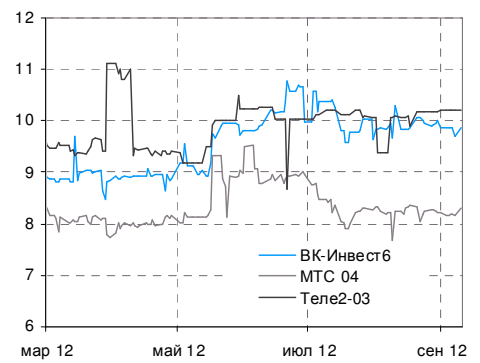
Доходности российских монополий



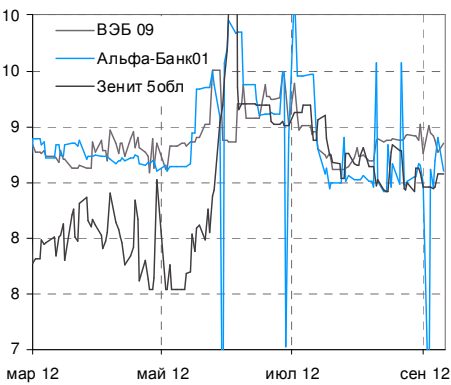
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



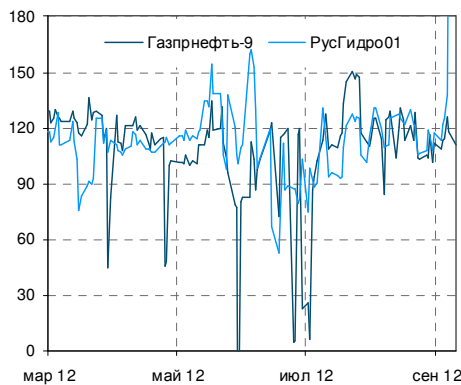
Доходности "Телекоммуникации"



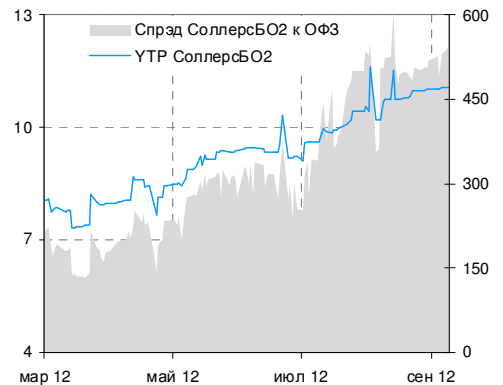
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

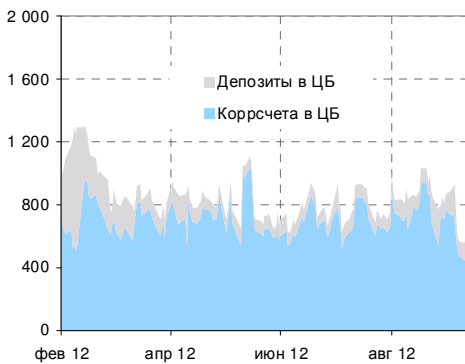


Облигации с текущей доходностью выше 10%

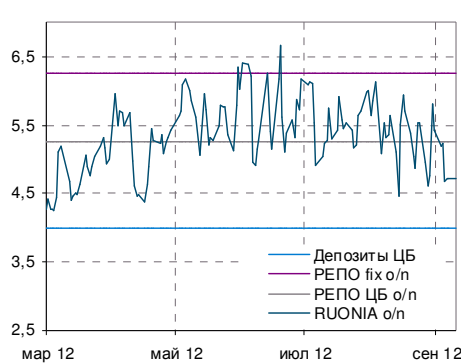


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

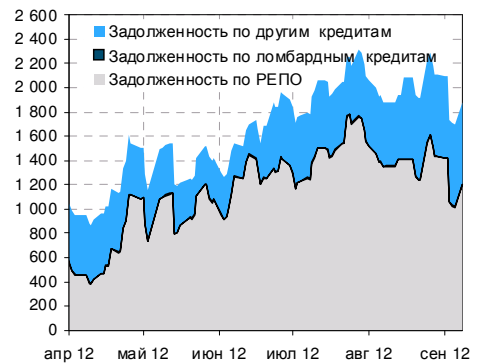
Динамика депозитов и остатков на корсчетах



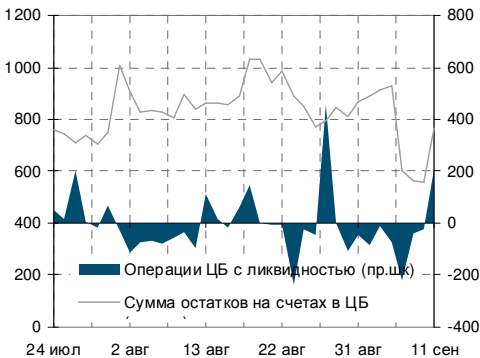
Динамика ставок денежного рынка



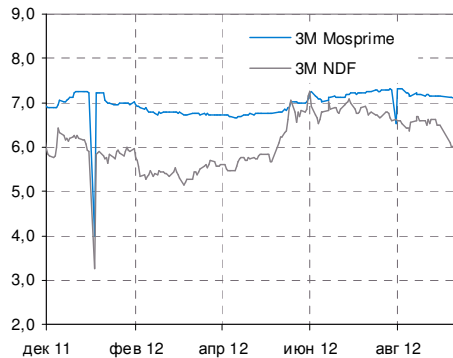
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



Влияние ЦБ на объем банковской ликвидности



ЗМ Mosprime и ставка NDF



Динамика валютного курса



**Аналитический департамент**

Тел. (495) 797-32-48

Факс. (495) 797-52-48

research@nomos.ru

**Директор департамента**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

**Нефть и газ**

Денис Борисов

Borisov\_DV@nomos.ru

**Металлургия**

Юрий Волов, CFA

Volov\_YM@nomos.ru

**Электроэнергетика**

Михаил Лямин

Lyamin\_MY@nomos.ru

**Стратегия**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin\_IA@nomos.ru

**Макроэкономика**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova\_OV@nomos.ru

**Банки**

Андрей Михайлов, FCCA

Mikhajlov\_AS@nomos.ru

**Долговой рынок**

Ольга Ефремова

Efremova\_OV@nomos.ru

**Кредитный анализ**

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

**Алексей Егоров**

Egorov\_AVi@nomos.ru

**Александр 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 абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков банков в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

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

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