

Долговые и денежные рынки
12 апреля 2012 г.

Конъюнктура рынков

Внешние рынки

Как показал вчерашний день, инвесторы «цепляются» за позитивные новости, чтобы проявить скрытую готовность наращивать позиции в рискованных активах. Драйвер вчерашнего оптимизма – позитивное начало сезона отчетностей, обеспеченное Alcoa. При этом заряд позитива оказался настолько мощным, что фактически были проигнорированы слабые итоги размещения векселей Италии.

Российские еврооблигации

В среду российские еврооблигации старались поддержать настрой внешних площадок на восстановление, однако серьезных положительных переоценок не наблюдалось. Неожиданное появление значительного предложения Russia-30 стало сигналом к продажам, но в конечном счете ситуация выровнялась и котировки бенчмарка остались на уровне вторника.

Рублевые облигации

Предсказуемо слабыми оказались итоги доразмещения ОФЗ 26205, и это стало причиной дальнейшего снижения котировок остальных длинных госбумаг. В корпоративных бондах покупательские настроения также очень слабые, к тому же серьезное давление на вторичный рынок оказывает усиливающийся поток первичного предложения.

FX/Rates

Рубль в условиях повышенного спроса на ликвидность продемонстрировал небольшое усиление позиций. Кроме того, относительно стабильная внешняя конъюнктура также оказала позитивное воздействие.

Наши ожидания

Внешние площадки с началом торгов четверга отыгрывают заявления Банка Японии о возможном смягчении действующей денежно-кредитной политики. К тому же еще сохраняется «инерция» от вчерашнего движения. При этом, безусловно, для поддержания выбранного темпа необходимы новые позитивные импульсы, и здесь важно, будет ли поддержка со стороны сегодняшних макроданных, в частности европейского отчета по промпроизводству, а также американских данных по PPI и по безработице за неделю. Кроме того, сезон отчетностей продолжается, в частности, сегодня будут укрепляться ожидания относительно пятничных отчетов из банковского сектора.

В российских евробондах ждем попыток продолжить ценовой рост, если внешний фон сохранится позитивным.

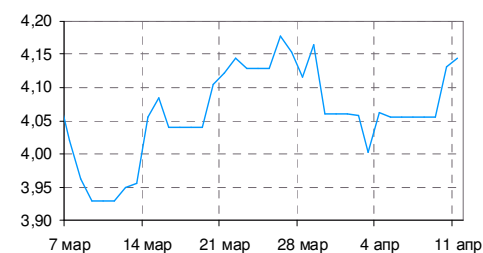
Рублевый сегмент выглядит менее готовым к положительной динамике.

У национальной валюты сегодня, на наш взгляд, есть все

Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	4,15	1
CDS России	204	11
MOSPRIME o/n	5,43	70
NDF 3M	5,66	10
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.		
	750,8	-72
Остатки на депозитах, млрд руб.		
	83,2	-13
Доллар / рубль (ЦБ), руб		
	29,64	-0,16
Корзина (ЦБ), руб		
	33,80	-0,14

Динамика доходности Russia-30



Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3M	0,47	-0,1
ERIBOR 3M	0,76	-0,4
EUR/USD	1,31	
UST-10	2,04	5
Германия-10	1,78	14
EFSF-10	2,80	4
Италия - 10	5,52	-16
Испания - 10	5,85	-11
Португалия-10	12,15	15
CDS 5Y Ирландия	580	-7
CDS 5Y Португалия	1102	-33
CDS 5Y Италия	434	-4
CDS 5Y Испания	483	-1

Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	674,5	-21
iTRAXX CEEMEA 5Y	291,2	-4
iTRAXX SOVX WE 5Y	275,0	-4

Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 25075	7,06	1
ОФЗ 26205	8,00	1
ОФЗ 26207	8,24	1
Газпром-11	7,34	-5
РЖД-10	7,45	5
ФСК-6	7,50	4
РусГидро-1	8,35	-2
МТС-04	7,97	-4
Вк-Инвест6	8,93	2
Северсталь-БО1	7,62	12
ВЭБ-09	8,84	8
Альфа-Банк01	8,70	0

Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	7,03	4
Gazprom-37	6,32	1
Sberbank-21	5,69	3
AlfaBank-21	8,16	5
Evraz-18	7,76	3
Vimpel-22	8,14	-3
TNK-BP-18	4,75	17

шансы продолжить свое восстановление. Приближающиеся налоговые выплаты, а также уплата страховых взносов в понедельник будут оказывать стимулирующий эффект.

Главные новости

Банк Кольцо Урала (-/В-/-) – первичное предложение.

Предложение свердловского банка, аффилированного с УГМК, на наш взгляд, может быть интересно ближе к 12% годовых.

X5: низкие операционные результаты за 1 кв. 2012 года.

Операционные результаты X5 оказались довольно слабыми как на фоне последних лет, так и на фоне основного конкурента. Причиной этому стало сокращение продаж LFL на фоне падающего трафика, причем по всем форматам магазинов. Руководство сети надеется выправить ситуацию и ожидает восстановления продаж. Опубликованные данные не отразятся на низко ликвидных бумагах X5, однако возможно давление на котировки облигаций 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 или, пройдя по ссылке <http://nomos.ru/investment/special/>, заполнить форму подписки.

Рыночная конъюнктура

Внешние рынки

Как показал вчерашний день, инвесторы «цепляются» за позитивные новости, чтобы проявить скрытую готовность наращивать позиции в рискованных активах. Драйвер вчерашнего оптимизма – позитивное начало сезона отчетности, обеспеченное Alcoa. При этом заряд позитива оказался настолько мощным, что фактически были проигнорированы слабые итоги размещения векселей Италии.

Согласно нашим ожиданиям, позитивной отчетности алюминиевого гиганта Alcoa, традиционно открывающего сезон корпоративной отчетности в США, вряд ли было бы достаточно для того, чтобы переломить негативный тренд, преобладавший в последние дни. Однако оптимизм, который вызвала данная публикация, оказался весьма значительным драйвером для активизации возобновления покупок в рискованных активах. Хотя, как мы полагаем, не обошлось без определенного «технического» аспекта, отражающего готовность участников рынка снова покупать привлекательно доходные рискованные активы после более чем недельной распродажи.

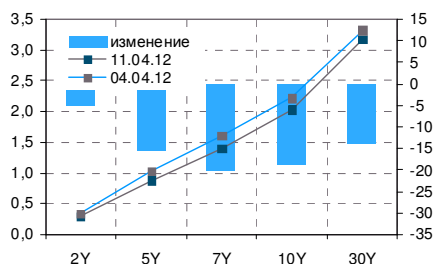
Укрепляет наше мнение о значительном весе «технических» факторов сохраняющийся достаточно стабильным спрос на защитные активы, особенно американские treasuries, где за вчерашний день доходность 10-летних бумаг сдвинулась на 5 б.п. вверх до 2,03% годовых главным образом под влиянием фактора притока нового предложения – «возвращения в рынок» 21 млрд долл., ранее выкупленных регулятором 10-летних UST.

В сегменте европейского госдолга фактор первичного предложения также в большей степени отразился на «защитных» немецких бондах, доходность прибавила 14 б.п. до 1,78% годовых после состоявшегося доразещения 5-летних бумаг.

В то же время для итальянских госбумаг весьма слабые итоги аукционов по векселям на 91 день и 361 день, продемонстрировавшие рост доходностей при размещении до 1,249% с 0,492% по 3-месячным и до 2,84% с 1,405% по годовым векселям, не стали препятствием для положительных переоценок на длинной дюреции. По итогам дня доходность 10-летних итальянских бумаг снизилась на 16 б.п. до 5,52% годовых. Причем ожидания сегодняшних аукционов по новым обязательствам с погашением в 2015, 2020 и 2023 годах на общую сумму порядка 5 млрд евро не стали препятствием для переоценок. С оптимизмом инвесторы отнеслись и к испанским бумагам – их доходность по 10-летним бондам снизилась до 5,85% («-11 б.п.»), хотя полностью опасения относительно возможных обострений национальных долговых проблем еще не исчерпаны.

Международный валютный рынок после непродолжительного затишья и отсутствия четких трендов вчера начал демонстрировать попытки европейской валюты восстановить свои позиции. Обеспокоенность инвесторов, связанная с развитием долгового кризиса в европейском регионе, понемногу начала отступать, что позволило единой валюте в течение дня достигнуть уровня 1,315х в соотношении с долларом. Вместе с тем, ситуация на рынке частично напоминала сценарий торгов во вторник, когда инвесторы в рамках утренней сессии определили локальный максимум, а в дальнейшем при достижении этого значения начинали активно фиксировать позиции. Так, при приближении пары EUR/USD к уровню 1,315 игроки начали активно сокращать запасы в европейской валюте. По итогам дня соотношение между евро и долларом составило 1,31х, на наш взгляд, вчерашний день может стать отличным «трамплином» для европейской валюты, которая еще неделю назад находилась на уровне 1,33х. Сегодня в рамках азиатской сессии пара EUR/USD возобновила свое стремление к уровню 1,32х, единственной

Кривая доходности гособлигаций США



преградой для этого могут стать разочаровывающие данные об объеме промышленного производства в ЕС.

Ольга Ефремова
Алексей Егоров

Российские еврооблигации

В среду российские еврооблигации старались поддержать настрой внешних площадок на восстановление, однако серьезных положительных переоценок не наблюдалось. Неожиданное появление значительного предложения Russia-30 стало сигналом к продажам, но в конечном счете ситуация выровнялась и котировки бенчмарка остались на уровне вторника.



В сегменте российских еврооблигаций вчера основная активность концентрировалась в суверенных выпусках. В первой половине дня позитивный настрой, проявившийся на внешних площадках, распространился и на российский сегмент, обеспечив ценовой рост в госбумагах в пределах 25-35 б.п. В частности, по Russia-30 утренние котировки были в районе 119,375%, а дневным максимумом стал уровень 119,4375%. Ситуация серьезно поменялась после неожиданного сообщения о том, что будет проведена адресная продажа в рынок значительного пакета Russia-30, принадлежащего, как потом стало известно, Правительству Москвы. Новость «отодвинула» котировки бенчмарка к 118,8125%. Однако предложенный объем (порядка 977 млн долл.) нашел спрос среди участников. Цена отсечения в ходе «голландского» аукциона составила 118,85% (YTM 4,175%). В целом, рыночный настрой оставался достаточно комфортным, и это позволило к закрытию бумагам Russia-30 подрасти в цене – до уровня закрытия вторника - 119,125%. В то же время суверенный спред России остается выше 210 б.п., что отражает достаточно консервативное отношение к российским рискам.

В негосударственном секторе выделим динамику бумаг Promsvz-14, которым удалось отыграть порядка 100 б.п. от sale-off, проходившего с начала недели.

В зоне положительных переоценок на уровне 25 б.п. по итогам дня оказался выпуск Vimpel-22. Бумагам VTB-17 удалось на общем фоне вновь подорожать до 100,25% (YTM 5,94%). В остальном же наличие сделок зачастую не отражало заметного движения в ценах.

Ольга Ефремова

Рублевые облигации

Предсказуемо слабыми оказались итоги доразмещения ОФЗ 26205, и это стало причиной дальнейшего снижения котировок остальных длинных госбумаг. В корпоративных бондах покупательские настроения также очень слабые, к тому же серьезное давление на вторичный рынок оказывает усиливающийся поток первичного предложения.

Не стали сюрпризом слабые итоги аукциона по ОФЗ 26205, когда из предложенных бумаг на 35,79 млрд руб. менее 13% (на 4,57 млрд руб.) оказалось в рынке под ставку, представляющую собой верхнюю границу ориентира Минфина – 8,2% годовых. Объяснение очевидно: предложенная ставка оказалась неинтересной относительно текущего рынка, когда накануне размещения сделки проходили с доходностью 8,19% - 8,21%. Подобный итог аукциона подтолкнул к переоценке и другие длинные ОФЗ: инвесторы согласны были зафиксироваться в сериях 26207, 26203, 26204 с потерями в ценах в диапазоне 5 -15 б.п.

В негосударственных выпусках очередной день прошел безыдейно: динамика торгов была не однородной. Фиксация имела место в выпусках Газпром нефти, Башнефти, ВЭБ-09, продолжались продажи в биржевых бумагах серий 02 и 04 Промсвязьбанка. В то же время отыграть ценовую просадку предыдущих дней участники старались в бумагах МТС, Теле2,

МКБ-БО5.

Важно, что проявить спрос на вторичном рынке инвесторам не особо позволяет не уменьшающийся поток первичного предложения, при этом обращает на себя внимание тот факт, что состав эмитентов, стремящихся выйти на долговой рынок, все активнее пополняется «персонажами», характеризующимися достаточно посредственным кредитным качеством, готовыми занимать под 11% и выше.

Ольга Ефремова

Forex/Rates

Рубль в условиях повышенного спроса на ликвидность продемонстрировал небольшое усиление позиций. Кроме того, относительно стабильная внешняя конъюнктура также оказала позитивное воздействие.

Национальная валюта вчера перешла из «обороны» в «наступление». Открытие торгов на локальном рынке выглядело не воодушевляющим: рубль продолжил сдавать позиции против бивалютной корзины, кроме того, ситуация на сырьевых площадках сохранялась умеренно-негативной, что также не лучшим образом отражалось на отношении инвесторов к сырьевой валюте. Однако уже во второй половине торгов можно было наблюдать перелом сложившегося тренда. Возобновление спроса глобальных инвесторов на европейскую валюту, позволившее паре EUR/USD достигнуть уровня 1,315х, оказало позитивное воздействие и на локальный валютный рынок. Кроме того, вчера банковская система испытывала повышенный спрос на рублевую ликвидность, что выражалось не только в размещении ЦБ всего объема предложенных ресурсов на аукционе прямого РЕПО, но и повышении ставок денежного рынка. Сочетание этих факторов позволило рублю приступить к восстановлению ранее потерянных позиций. По итогам дня курс доллара составил 29,62 руб., а стоимость бивалютной корзины - 33,78 руб.

Согласно данным ЦБ, сумма остатков на корсчетах и депозитах за вчерашний день сократилась на 85 млрд руб. до 834 млрд руб. Основной причиной для этого стал возврат средств, ранее привлеченных на аукционе прямого РЕПО с ЦБ сроком на семь дней (в объеме 306,33 млрд руб.). Часть этих средств была компенсирована за счет нового транша семидневных ресурсов от аукциона, проведенного во вторник (73,14 млрд руб.), и вчерашнего однодневного аукциона (1389,9 млрд руб.). Кроме того, небольшой вклад был сделан Минфином, разместившим на депозитах кредитных организаций 6 млрд руб. В то же время ставки денежного рынка вчера впервые за неделю превысили уровень 5%. Так MosPrime o/n составила 5,43%.

Алексей Егоров

Наши ожидания

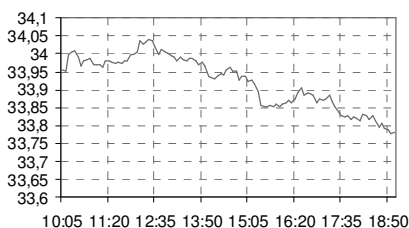
Внешние площадки с началом торгов четверга отыгрывают заявления Банка Японии о возможном смягчении действующей денежно-кредитной политики. К тому же еще сохраняется «инерция» от вчерашнего движения. При этом, безусловно, для поддержания выбранного темпа необходимы новые позитивные импульсы, и здесь важно, будет ли поддержка со стороны сегодняшних макроданных, в частности европейского отчета по промпроизводству, а также американских данных по PPI и по безработице за неделю. Кроме того, сезон отчетностей продолжается, в частности, сегодня будут укрепляться ожидания относительно пятничных отчетов из банковского сектора.

В российских евробондах ждем попыток продолжить ценовой рост, если внешний фон сохранится позитивным.

Рублевый сегмент выглядит менее готовым к положительной динамике.

У национальной валюты сегодня, на наш взгляд, есть все шансы продолжить свое восстановление. Приближающиеся налоговые выплаты, а также уплата страховых взносов в понедельник будут оказывать

Динамика бивалютной корзины



стимулирующий эффект.

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

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

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Новости коротко

Макроновости

- На очередном аукционе по размещению временно свободных средств государственной корпорации Фонда содействия реформированию ЖКХ на банковские депозиты в уполномоченных банках. Было предложено 0,7 млрд руб. сроком на 7 дней и 1,3 млрд руб. сроком на 14 дней. На первом аукционе было удовлетворено 2 заявки двух банков на общую сумму 0,7 млрд. руб. Ставка отсечения составила 5,22% годовых, средневзвешенная ставка по удовлетворенным заявкам составила 5,24% годовых. В ходе второго - были поданы заявки на сумму 10,9 млрд.руб. Ставка отсечения составила 5,6% годовых, средневзвешенная ставка по удовлетворенным заявкам составила 5,66% годовых.
- По данным Росстата, **потребительские цены** в России с 3 по 9 апреля 2012 года выросли на 0,1%. С начала апреля инфляция составила 0,1%, с начала года цены выросли на 1,6%. В апреле 2011 года инфляция на аналогичную дату составила 0,2% с начала месяца, с начала года - 4%, в целом за апрель - 0,4%.

Долговые рынки

- На аукционе по размещению **ОФЗ серии 26205** средневзвешенная цена составила 98,4306% от номинала, что соответствует доходности 8% годовых. Цена отсечения была установлена на уровне 98,4055% от номинала, что соответствует доходности 8% годовых. Всего было продано бумаг на общую сумму 4,575 млрд руб. по номиналу при спросе 4,825 млрд руб. по номиналу и объеме предложения 35,788 млрд руб. по номиналу. Выручка от аукциона составила 4,663 млрд руб.
- **ОАО «Акрон»** продолжает досрочное погашение облигаций в соответствии с требованиями, возникшими у владельцев в результате принятого общим собранием акционеров решения о реорганизации «Акрона» в форме присоединения к нему его дочернего общества ЗАО «Гранит». Так, 10 апреля было досрочное погашение облигаций серии 04 в количестве 99,55 тыс. штук (99,5 млн руб.) и облигаций серии 05 в количестве 105 тыс. штук (105 млн руб.).
- ВТБ Капитал и «Тройка Диалог» провели вторичное размещение российских суверенных евробондов с погашением в марте 2030 года, **Russia-30**, на сумму до 977 млн долл. в интересах клиента. Как уточнялось в СМИ, продавцом бумаг выступало правительство Москвы. Размещение евробондов проходило в форме «голландского аукциона», цена отсечения составила 118,85% (YTM 4,175%).
- Газета «Ведомости» сообщает, что **Ренова-СтройГруп** вчера подписала предварительное соглашение с фирмой «Терра нова» (входит в УК «Морской фасад») о приобретении и аренде нескольких земельных участков на Васильевском острове в Санкт-Петербурге, о чем сообщил президент компании Вениамин Голубицкий.

Ранее сообщалось, что РСГ уже более года вела переговоры о покупке данных территорий – речь шла о двух участках на 150 и 50 га. На них планируется построить около 1 млн кв. м жилья, при этом первая очередь должна составить 150 тыс. кв. м. Общий объем инвестиций оценивался примерно в 100 млрд руб. По словам В.Голубицкого, компания планирует разработать проект уже в этом году, а в следующем – выйти на площадку. Его реализация займет около 5 лет. /Ведомости/

Наш комментарий:

http://www.nomos.ru/upload/iblock/f75/NOMOS_daily_debt_markets_11_03_2012.pdf

- Совет директоров **Ростелекома** одобрил открытие невозобновляемой кредитной линии Альфа-Банка с лимитом выдачи в размере 7 млрд руб. Средства будут предоставлены сроком на 5 лет. Ставка по кредиту составляет ставка MOSPRIME 3M + 3,36% годовых. Кредит предоставляется для «целей финансирования операционной и инвестиционной деятельности, а также рефинансирования текущих обязательств». /Finambonds/
- Правительство **Москвы** определило цену отсечения на аукционе по вторичному размещению 30-летних евробондов РФ на сумму 977 млн долл. (получены за 74,7% долю во Внуково) в размере 118,85% номинала, соответствует доходность 4,18% годовых. Размещение проходило в форме голландского аукциона.

Рейтинги и прогнозы

- Standard&Poor's присвоило рейтинг «B+» планируемому **выпуску облигаций компании Evraz Group S.A.** Рейтинг выпуска соответствует долгосрочному кредитному рейтингу Evraz Group («B+») и уже присвоенным рейтингам других долговых инструментов группы. Кредитный рейтинг, а также рейтинг ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта планируемого выпуска будут зависеть от успешного размещения облигаций при отсутствии серьезных изменений условий выпуска.
- Агентство Moody's отозвало рейтинг эмитента по долговым обязательствам в национальной и иностранной валюте «Ba1» со «Стабильным» прогнозом **Республики Удмуртия**. Рейтинги отозваны «по собственным бизнес причинам».
- Агентство Fitch присвоило **облигациям Tele2** серии 07 ожидаемый долгосрочный приоритетный необеспеченный рейтинг «BB+(exp)» и ожидаемый национальный долгосрочный рейтинг «AA(rus)».

Главные новости

Банк Кольцо Урала (-/В/-) – первичное предложение.

Предложение свердловского банка, аффилированного с УГМК, на наш взгляд, может быть интересно ближе к 12% годовых.

Событие. 18 апреля будет открыта книга на дебютный выпуск свердловского Банка «Кольцо Урала» серии 01 объемом 1 млрд руб. Ориентир по ставке купона – 11,25-11,75%, что соответствует доходности 11,56-12,09% к годовой оферте. Дата закрытия книги – 25 апреля, планируемая дата размещения – 27 апреля.

Комментарий. Отметим, что в последнее время все больше финансовых организаций с рейтингами спекулятивного уровня выходит на первичный рынок. В настоящее время открыта книга по ТКС-Банку (В2/-/В). На днях закрыл книгу по дебютному выпуску Меткомбанк (В3/-/-), аффилированный с Группой Ренова. На наш взгляд, при определении справедливого уровня доходности вполне можно ориентироваться на эти два займа.

Что касается ТКС-Банка, то заемщик довольно хорошо известен на рынке, имеет прозрачный бизнес и акционерную структуру. При этом его рейтинги на ступень выше. С точки зрения Меткомбанка, акционер (Ренова), как и в случае с Банком Кольцо Урала, информационно достаточно закрыт, хотя конечный бенефициар – В.Вексельберг все же более публичная персона, на наш взгляд, по сравнению с Искандером Махмудовым, совладельцем Группы УГМК. Кроме того, Меткомбанк в 2,3 раза больше. Что еще отличает эти два банка, так это зависимость от аффилированных структур – если в случае Меткомбанка связь очень тесная, то Банк Кольцо Урала в своей презентации ясно дает понять, что «характерная черта бизнеса – отсутствие зависимости от связанных сторон как по активам, так и пассивам». Судя по отчетности по МСФО за 2010 год (последняя доступная), так и есть, но стоит оговориться, что в качестве связанной стороны банк подразумевает только своего непосредственного акционера – ООО «Медногорский медно-серный комбинат» (95%), входящего в Группу УГМК. В своем последнем отчете (июль 2011 года) S&P пишет о том, что «положительное влияние на деятельность банка оказывает его связь с группой УГМК, поскольку банк обслуживает 70 тыс. ее сотрудников и постоянно получает субординированные депозиты, позволяющие банку выполнять требования к размеру регулятивного капитала». Также не стоит забывать о текущей благоприятной конъюнктуре на рынке меди, что можно рассматривать как позитивный фактор для эмитента. В 2010 году, согласно отчетности МСФО, консолидированная выручка от продаж по Группе УГМК составила 5 133 млн долл. (в 2009 году – 3 552 млн долл.), чистая прибыль – 742 млн долл. (в 2009 году – 78 млн долл.). Таким образом, хотя эмитент и старается быть независимым, однако не пользоваться тем потенциалом, который дает аффилированность с крупным холдингом, было бы довольно странно. По нашему мнению, именно его наличие позволило банку демонстрировать столь высокие темпы роста в последние годы (в 2011 г. активы кредитной организации увеличились в 1,3 раза, кредитный портфель – в 1,4 раза).

С точки зрения кредитного портфеля, отметим, что порядка 40% приходится на кредиты физлиц. Среди юрлиц акцент по сегментам экономики сделан на оптовую торговлю и обрабатывающие производства. Кредитное качество портфеля смотрится комфортным – просрочка по РСБУ 3%, однако во многом влияние на показатель оказывали демонстрируемые ранее темпы роста. Пассивы на 60% сформированы средствами физлиц, так что наблюдаемое увеличение доли розничных кредитов в кредитном портфеле выглядит вполне логичным и позволяет поддерживать маржинальность бизнеса (рентабельность активов по итогам прошлого года – 1%). Филиальная сеть банка насчитывает 64 отделения и интенсивно растет. Достаточность капитала на 1 марта (Н1) – 15,77%.

Предложенные ориентиры по новому заму, на наш взгляд, могут быть достаточно интересны для инвесторов, готовых идти в облигации повышенного риска, однако мы все же рекомендовали бы ориентироваться на уровни ближе к 12% годовых. Интересной альтернативой, по нашему мнению, могут выступить размещающиеся бумаги ТКС-Банка.

Показатели Банка Кольцо Урала по РСБУ

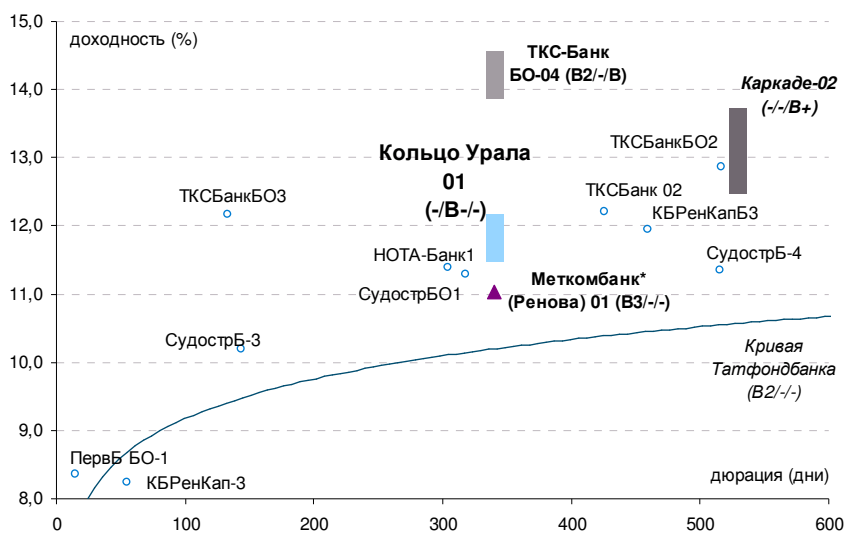
млн руб.	1 янв 09	1 янв 10	1 янв 11	1 янв 12	1 мар 12	1 мар12 / 1мар11	1янв12 / 1янв11
Активы	7 783	10 072	17 446	22 713	23 496	28%	30%
Денежные средства и драгметаллы	368	696	1 031	1 591	1 149	35%	54%
Доля в активах	5%	7%	6%	7%	5%	---	---
МБК (размещенные средства)	709	672	2 606	3 754	2 599	29%	44%
Кредитный портфель (gross)	5 285	5 782	10 856	15 102	15 343	24%	39%
Уровень просрочки	1,9%	2,3%	1,2%	1,9%	3,0%	---	---
Покрытие просрочки резервами	385,8%	441,4%	619,2%	430,5%	294,6%	---	---
Кредиты физлиц	20,1%	16,8%	34,5%	41,3%	42,2%	---	---
Кредиты/Клиентские средства	97,9%	81,4%	74,2%	81,8%	80,3%	---	---
Доля в активах	63,0%	51,5%	57,7%	61,0%	59,6%	---	---
Операции с ценными бумагами	1 224	2 588	2 727	2 340	4 473	58%	-14%
Облигации	565	1 463	1 789	1 458	2 463	37%	-19%
Доля в активах	15,7%	25,7%	15,6%	10,3%	19,0%	---	---
Капитал*	1 062	1 288	1 417	2 354	2 461	70%	66%
Доля в активах	13,7%	12,8%	8,1%	10,4%	10,5%	---	---
МБК (привлеченные средства)	379	26	45	46	180	-25%	4%
Кредиты ЦБ	335	0	0	0	0	---	---
Средства клиентов, в т.ч. Депозиты	1 693	1 851	3 137	4 149	4 077	-8%	32%
Выпущенные ценные бумаги	3 703	5 253	11 499	14 308	15 035	38%	24%
Облигации	597	1 314	392	461	365	-1%	18%
доля выпущенных ценных бумаг в пассивах	0	0	0	0	0	---	---
Балансовая прибыль	7,7%	13,0%	2,2%	2,0%	1,6%	---	---
	117	88	118	203	52	72%	72%

* первый раздел 101 формы

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

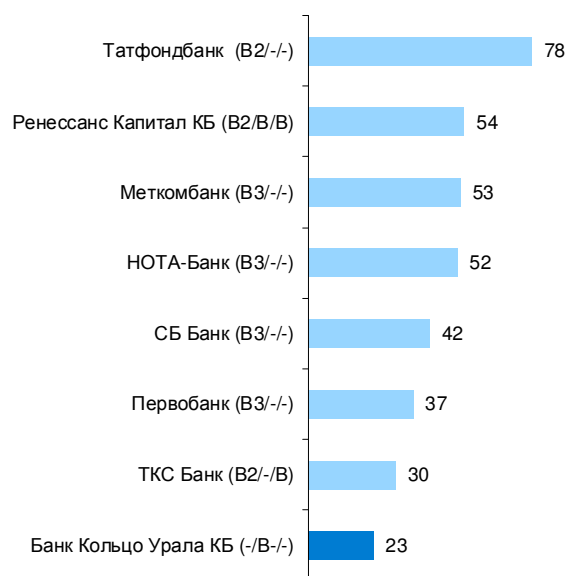
График доходности облигаций финансового сектора

Банки схожего рейтинга и их активы**



* данные по итогам последнего размещения

** активы в млрд руб. на 01.01.2012 г.



Елена Федоткова

X5: низкие операционные результаты за 1 кв. 2012 года.

Операционные результаты X5 оказались довольно слабыми как на фоне последних лет, так и на фоне основного конкурента. Причиной этому стало сокращение продаж LFL на фоне падающего трафика, причем по всем форматам магазинов. Руководство сети надеется выправить ситуацию и ожидает восстановления продаж. Опубликованные данные не отразятся на низко ликвидных бумагах X5, однако возможно давление на котировки облигаций Копейки.

Событие. Вчера сеть X5 следом за Магнитом представила операционные результаты за 1 кв. 2012 г.

Комментарий. В целом, итоги деятельности X5 оказались довольно слабыми как на фоне последних лет, так и на фоне основного конкурента – Магнита.

Рублевая выручка компании показала рост всего на 4,4% до 116,9 млрд руб., что отчасти может объясняться высокой базой прошлого года: в 1 кв. 2011 г. продажи увеличились на 48% до 111,99 млрд руб.

Вместе с тем, Магнит за тот же период времени и при тех же высоких темпах роста бизнеса в предыдущий год, тем не менее, в 1 кв. 2012 г. добился более внушительного увеличения выручки на 34,1% до 100,6 млрд руб., заметно приблизившись к X5 по ее размеру.

Столь резкое замедление роста продаж X5 связано с продолжающимся падением трафика в магазинах, причем всех форматов: в дискаунтерах – на 3,7%, в супермаркетах – на 6,6%, в гипермаркетах – на 8,7%, в магазинах «у дома» – на 1,8%. В целом по компании сопоставимые продажи LFL сократились на 3,9%. Для сравнения, у Магнита уменьшение трафика было только в магазинах «у дома», и то незначительное («-0,88%»), в гипермаркетах трафик только возрастал («+3,37%»), а изменение LFL по компании в целом было положительным, составив 4,12%.

Негативная динамика трафика, по мнению менеджмента X5, от формата к формату объясняется следующим:

– по дискаунтерам – снижением рекламной и промо-активности, к которой компания вернулась уже в марте этого года;

– по супермаркетам – высокой базой сравнения, поскольку весной прошлого года прежним руководством была реализована агрессивная ценовая политика, что привело к заметному притоку покупателей, но сказалось на рентабельности сегмента;

– по гипермаркетам – реорганизацией, а точнее разделением управления форматов гипермаркет и супермаркет.

На наш взгляд, все перечисленные факты стали результатом «переходного периода» от старого менеджмента X5 к новому, который пытается перенастроить работу сети «по своим правилам», но все это проходит в условиях высокой конкуренции. Первые итоги данных изменений, вероятно, уже можно будет наблюдать по итогам 1 полугодия. В свою очередь, руководство компании ожидает улучшение результатов продаж во всех форматах за счет «роста LFL, увеличения выручки новых магазинов и стабилизации макроэкономической ситуации», подтвердив прогноз роста продаж в 2012 г. на 15-20% при сохранении рентабельности EBITDA выше 7%.

Положительным моментом операционных результатов X5 стало органичное открытие 137 новых магазинов (против 76 годом ранее), что позволило довести общую торговую площадь до 1,770 млн кв.м. («+12,6%» к а.п.п.г.). Данная динамика открытия магазинов вполне конкурента в сравнении с Магнитом (в 1 кв. 2012 г. запустил 157 новых магазинов), особенно если учесть, что открытие в основном пришлось на востребованный населением формат дискаунтер (126 магазинов).

Слабые операционные результаты X5, скорее всего, не отразятся на котировках облигаций компании, поскольку они по-прежнему низко ликвидные. В то же время не исключено давление на биржевые облигации Копейки, где все же сохраняется торговая активность.

Операционные показатели X5 и Магнита

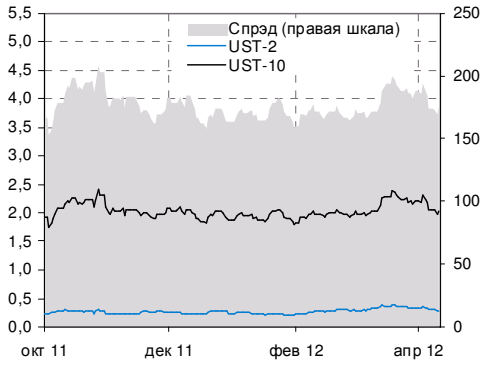
	X5			Магнит		
	1 кв. 2012 г.	1 кв. 2011 г.	Изм., %	1 кв. 2012 г.	1 кв. 2011 г.	Изм., %
Выручка, млрд руб.	116,879	111,989	4,4	100,593	75,031	34,1
LFL, %	-3,9	12		4,12	20,15	
<i>средний чек, %</i>	<i>0,7</i>	<i>8</i>		<i>4,9</i>	<i>13,44</i>	
<i>Трафик, %</i>	<i>-4,6</i>	<i>4</i>		<i>-0,75</i>	<i>5,91</i>	
Общее количество магазинов	3 139	2 545	23,3	5 466	4 189	30,5
<i>дискаунтеры</i>	<i>2 643</i>	<i>2 124</i>	<i>24,4</i>	-	-	-
<i>магазины «у дома»</i>	<i>82</i>	<i>47</i>	<i>74,5</i>	<i>5 104</i>	<i>4 128</i>	23,6
<i>супермаркеты</i>	<i>337</i>	<i>303</i>	<i>11,2</i>	-	-	-
<i>гипермаркеты</i>	<i>77</i>	<i>71</i>	<i>8,5</i>	<i>96</i>	<i>57</i>	68,4
<i>дрогери</i>	-	-	-	<i>266</i>	<i>4</i>	6 550,0
Количество новых магазинов	137	76	80,3	157	134	17,2
Общая торговая площадь, тыс. кв. м	1 770	1 571	12,6	2 025	1 486	36,3

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

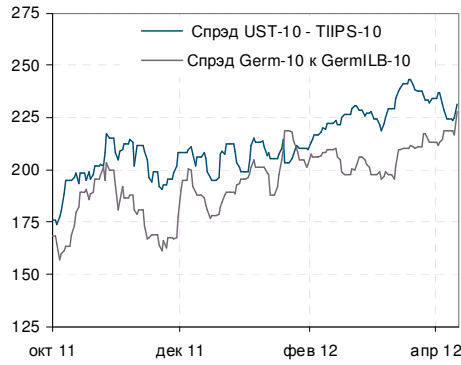
Александр Полютков

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

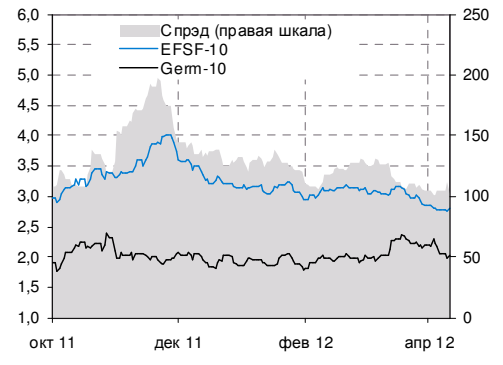
Казначейские обязательства США 2-летн. и 10-летн.



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



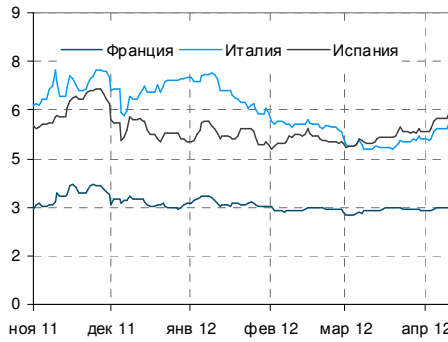
10-летние бумаги Германии и EFSF-10



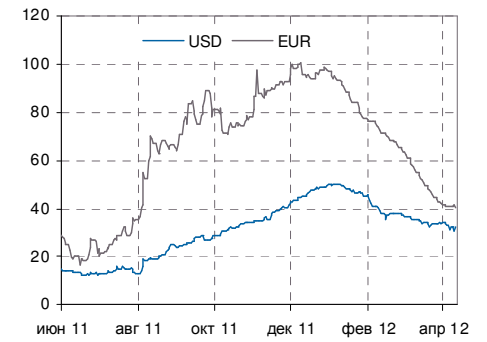
Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

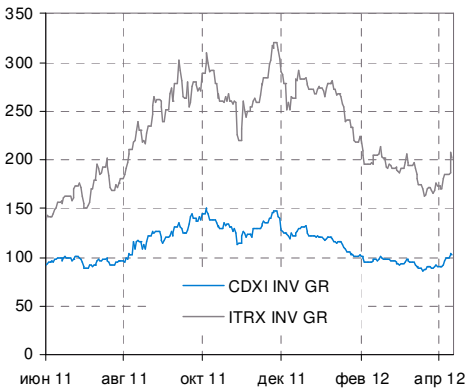


Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

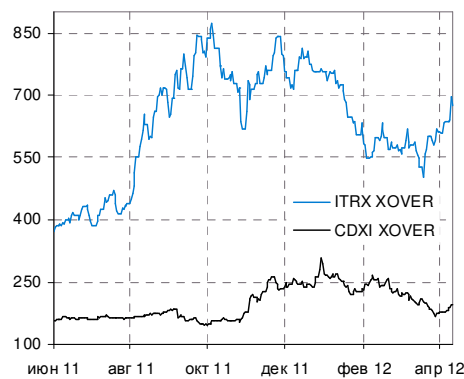


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

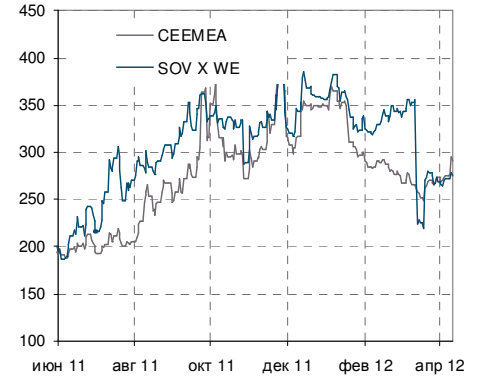
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX /Cross-Over

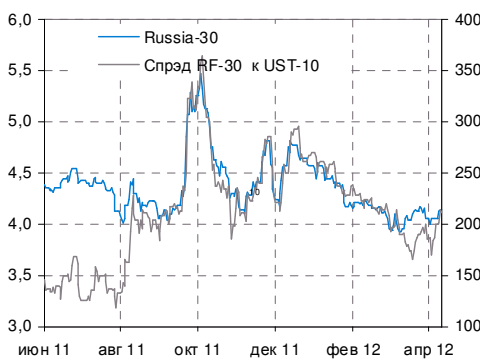


ITRX / Governments

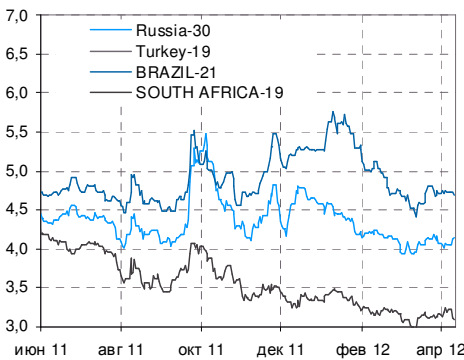


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

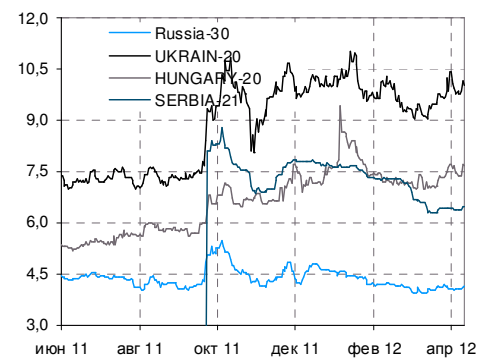
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

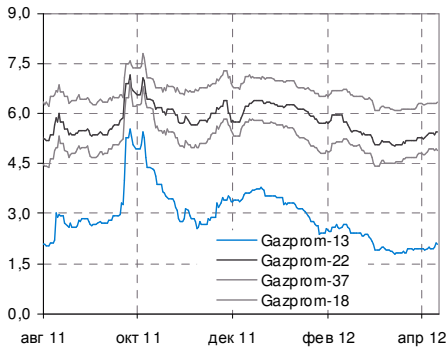


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

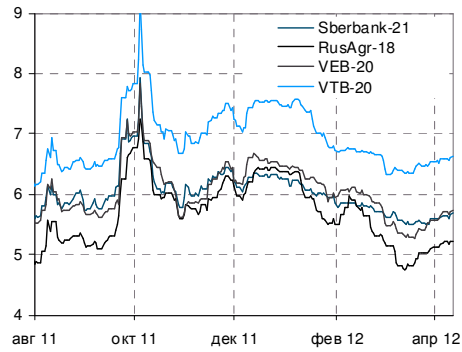


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

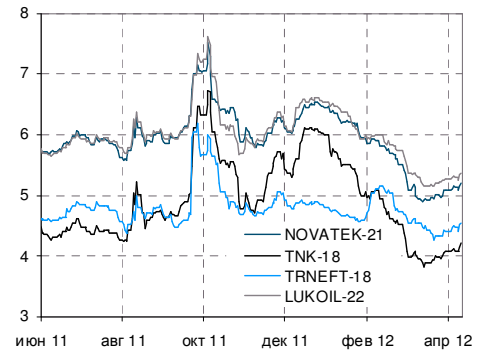
Еврооблигации Газпрома



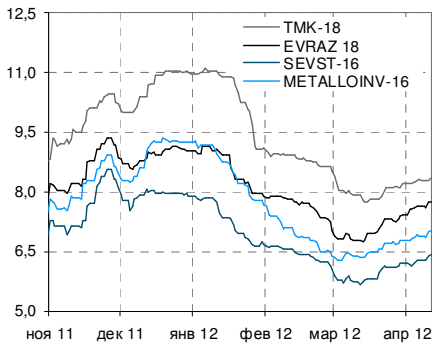
Евробонды госбанков



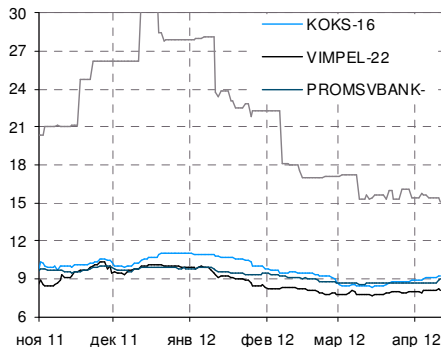
Еврооблигации нефтегазового сектора



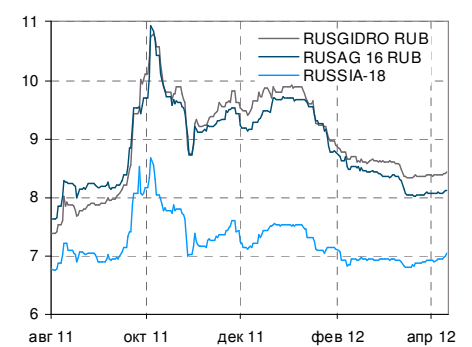
Еврооблигации металлургического сектора



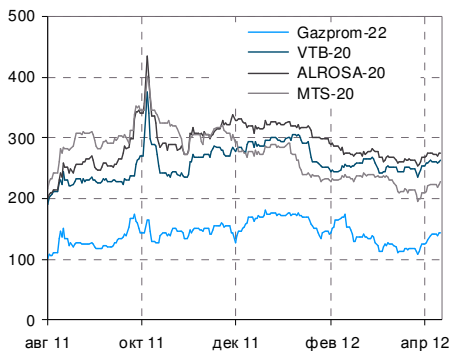
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



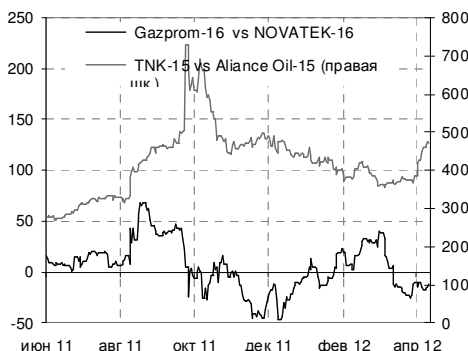
Еврооблигации, номинированные в рублях



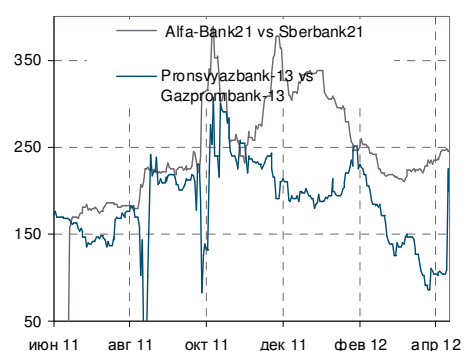
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

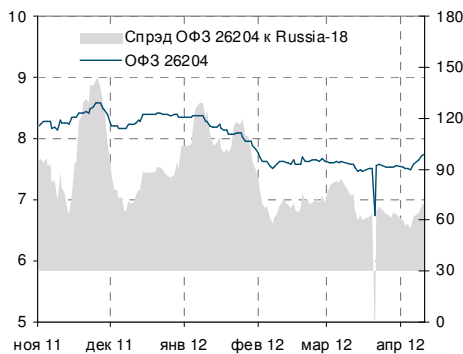


Спрэды в банковском секторе

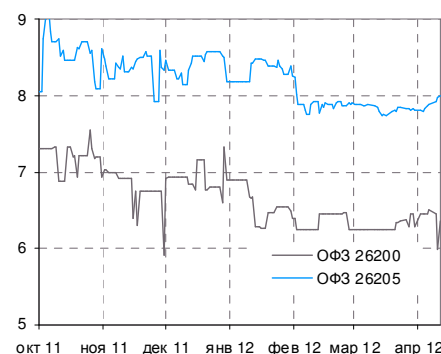


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

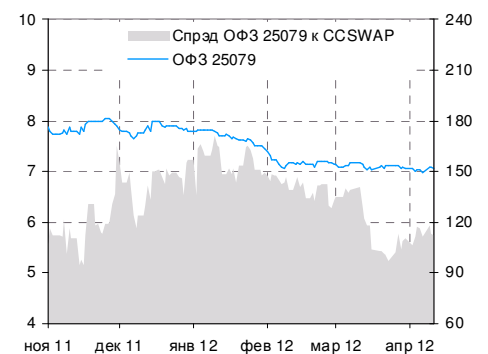
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

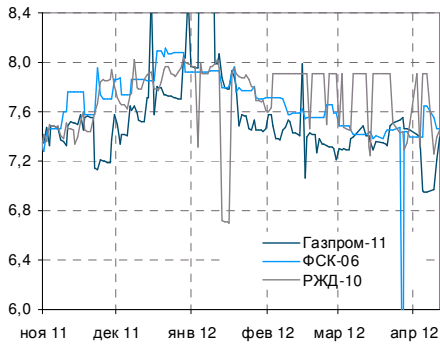


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

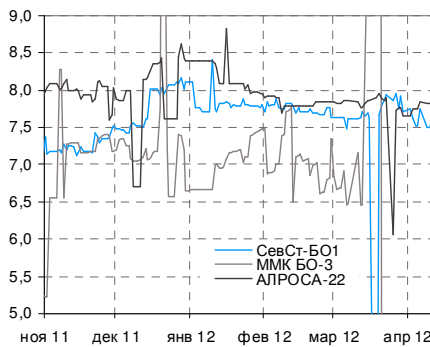


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

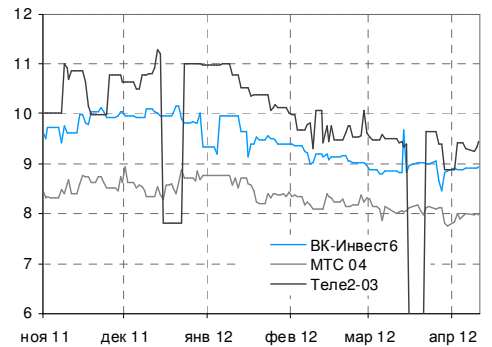
Доходности российских монополий



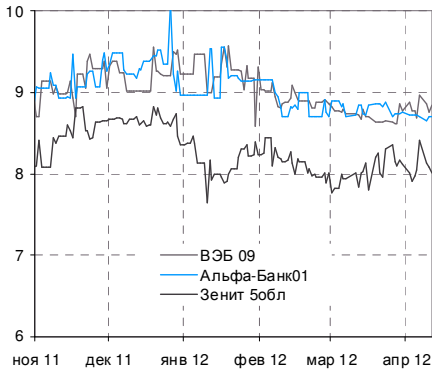
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



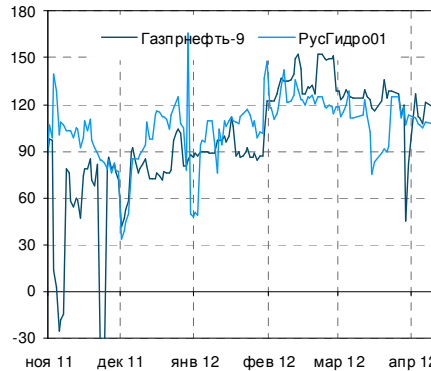
Доходности "Телекоммуникации"



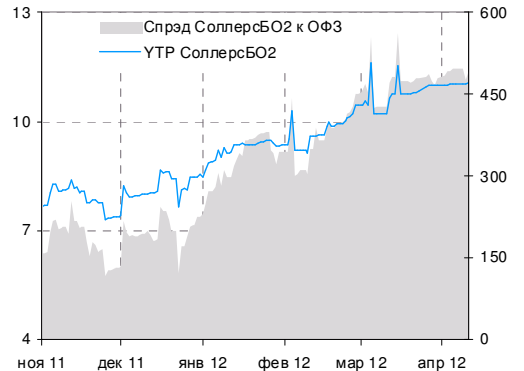
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

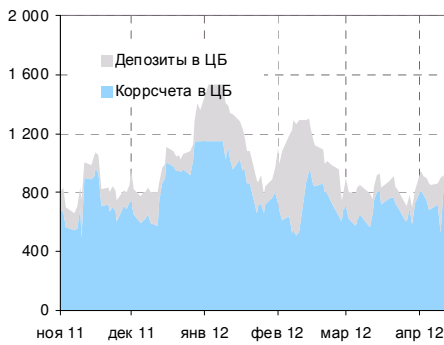


Облигации с текущей доходностью выше 10%

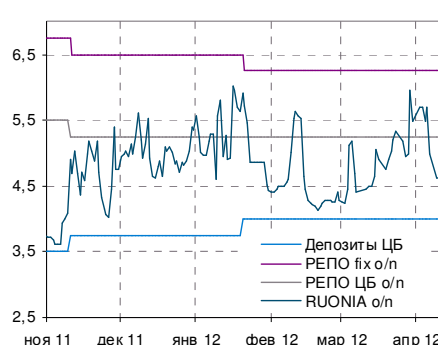


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Динамика депозитов и остатков на корсчетах



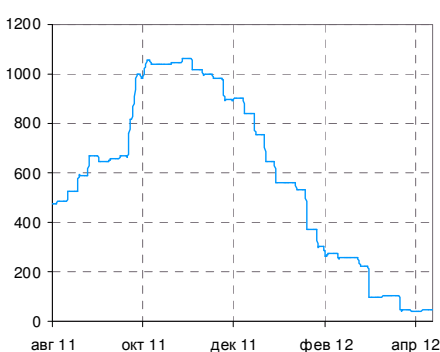
Динамика ставок денежного рынка



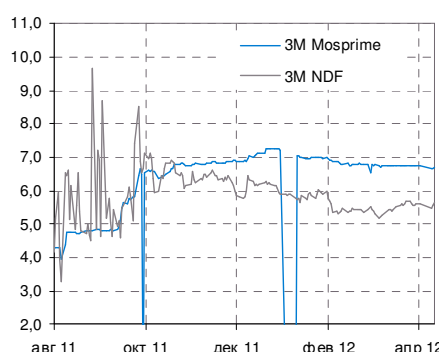
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



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.