

Конъюнктура рынков

Внешние рынки

Инвесторы приступили к аккуратным покупкам рискованных активов, тем менее уверенности в том, что это начала нового восходящего тренда пока нет.

Российские еврооблигации

Основные фиксации в четверг были в корпоративных бумагах. Больше всего просели длинные выпуски Газпрома, кривая ВТБ, Северстали. Спрэд Russia-30 vs UST-10 вернулся к значениям конца сентября.

Рублевые облигации

Сегмент ОФЗ – flat, изменения носили технический характер. Спрос на бумаги Нижегородской и Самарской областей на неплохих оборотах. В корпоративных выпусках без особых движений.

FX/Rates

Рубль демонстрирует нейтральное отношение к внешнему фонду, торгуясь в узком диапазоне относительно базовых валют.

Наши ожидания

Сегодня, без отсутствия значимых событий на мировых площадках, вряд ли инвесторы будут готовы переменить свои настроения. На долговых рынках пятница, скорее всего, будет вторить общему настрою этой недели: небольшие обороты и преимущественно фиксация.

Национальная валюта сегодня, вероятнее всего, не претерпит существенных изменений позиций. Несмотря на то, что в ближайшее время кредитным организациям предстоит совершить перечисление в бюджет налогов, они пока не спешат приступать к активным трансформациям валютных позиций.

Главные новости

Северсталь (Ba1/BB+/BB): неплохие результаты по МСФО за 3 квартал.

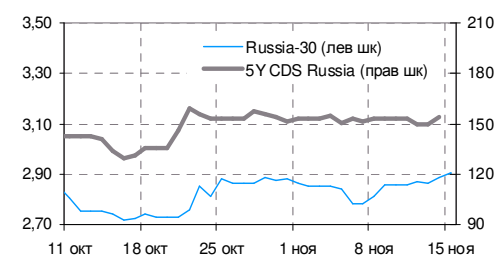
Мы оцениваем результаты Северстали за 3 квартал как неплохие. Компания продемонстрировала хорошее управление оборотным капиталом, гибкость в реализации инвестпрограммы и, как следствие, высокие денежные потоки. Долговая нагрузка несколько усилилась на фоне снижения прибыльности, но осталась умеренной, риски краткосрочного рефинансирования низкие. Бумаги компании на сложившихся

Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	2,90	2
CDS России	154	4
MOSPRIME o/n	6,52	13
NDF 3М	6,41	7

	значение	изм
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	733,6	-8
Остатки на депозитах, млрд руб.	111,6	3
Доллар / рубль (ЦБ), руб	31,69	-0,03
Корзина (ЦБ), руб	35,63	0,01

Динамика доходности Russia-30 и CDS России



Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3М	0,31	0,1
ERIBOR 3М	0,19	0,0
EUR/USD	1,2773	
UST-10	1,59	0
Германия-10	1,34	0
EFSF-10	1,79	-1
Италия - 10	4,89	-7
Испания - 10	5,89	-4
Португалия-10	8,78	7
CDS 5Y Ирландия	197	0
CDS 5Y Португалия	635	2
CDS 5Y Италия	310	-3
CDS 5Y Испания	354	0

Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	562,9	28
iTRAXX GEEMEA 5Y	182,8	3
iTRAXX SOVX WE 5Y	116,5	0

Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 25075	6,94	0
ОФЗ 26205	7,38	0
ОФЗ 26207	7,73	0
Газпром-11	7,75	-4
РЖД-10	7,80	-15
ФСК-15	8,28	-1
МТС-05	9,23	0
ВымпелКом-4	9,27	-3
Металинвест-5	9,38	-1
РусалБр-8	14,86	-9
РСХБ-15	8,41	1

Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	6,20	0
Gazprom-37	5,34	6
Sberbank-21	4,56	3
AlfaBank-21	6,40	2
Evraz-18	6,83	8
Vimpel-22	6,40	3
TNK-BP-18	3,59	5

уровнях малопривлекательны.

Итоги деятельности ОТП Банк (Ba2/BB+/-) и его подразделения в России (ОТП Банк «Ba2/-/BB») по итогам 9 месяцев 2012 года.

При доле в активах группы в 10% российский ОТП Банк формирует треть консолидированной прибыли. При, в целом, позитивной динамике показателей российского подразделения в качестве негатива отметим сохранение тенденции роста NPL 90+.

ФСК (Baa2/BBB/-): результаты на уровне ожиданий.

В целом, снижение финансовых результатов было ожидаемо, поэтому вряд ли их публикация окажет влияние на котировки облигаций, которые выглядят малопривлекательно, особенно на фоне неопределенности преобразований в отрасли.

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

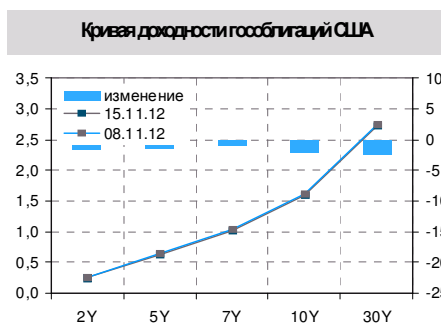
Рыночная конъюнктура

Внешние рынки

Инвесторы приступили к аккуратным покупкам рискованных активов, тем не менее уверенности в том, что это начало нового восходящего тренда пока нет.

Наметившийся на глобальных рынках тренд по продаже рискованных активов, вчера понемногу начал менять направление - инвесторы приступили к аккуратным покупкам.

Из положительных моментов, оказавших на рынок позитивное воздействие, стала новость о том, что Греция все же самостоятельно справится с очередными выплатами государственного долга в объеме 5 млрд евро намеченными на эту пятницу. При этом источником средств для этого стали ресурсы от размещения дополнительных госбумаг. Несмотря на то, что стоимость заимствований возросла, Афины продемонстрировали способность в случае необходимости привлечь с публичного рынка достаточное количество денег для обслуживания собственных долгов. Также инвесторов порадовал представленный блок статистики из ЕС о предварительных данных ВВП стран участников. Так, темпы роста экономики в Германии в третьем квартале составили 0,2%, во Франции – 0,2%. Италия, напротив, продемонстрировала снижение индекса ВВП на 0,2%. В целом по региону цифра оказалась со знаком минус и составила «-0,1%». В случае, если окончательные данные совпадут с прогнозными, в ЕС можно будет констатировать подтвержденную рецессию, которую ранее удалось избежать за счет нулевого роста экономики в первом квартале.



Данные о ВВП стран ЕС							
	2011				2012		
	1 кв.	2 кв.	3 кв.	4 кв.	1 кв.	2 кв.	3 кв.
Еврозона	0,6	0,2	0,1	-0,3	0,0	-0,2	-0,1
Германия	1,2	0,5	0,4	-0,1	0,5	0,3	0,2
Франция	0,9	0,1	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,2
Италия	0,1	0,3	-0,1	-0,7	-0,8	-0,7	-0,2
Испания	0,3	0,2	0,0	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3
Португалия	-0,7	-0,2	-0,6	-1,4	-0,1	-1,1	-0,8
Ирландия	0,7	2,0	-0,5	0,6	-0,7	0,0	н.д.

Источник: Eurostat

Вместе с тем вчерашний день не обошелся и без негатива. Опубликованные данные о количестве обращений за пособием по безработице в США неожиданно выросли на 78 тыс. относительно предыдущего значения и составили 739 тыс.

Количество первичных заявлений от безработных на получение пособий



Источник: Bloomberg

Таким образом, подтвердилось предположение относительно того, что во время урагана Сэнди население предпочитало не выходить из дома. Кроме того, к этому еще добавилось и количество людей потерявших работу вследствие разрушений.

По итогам дня доходность десятилетних гособлигаций Германии составила – 1,337%, Франции -2,077%, США -1,594%.

На международном валютном рынке евро продолжало демонстрировать умеренный рост. Пара EUR/USD по итогам дня достигла отметки 1,277х. В то же время максимальное значение соотношение доллара и евро (1,28х) было достигнуто в начале американской сессии, но не удержалось, ввиду выхода слабых данных об индексе в производственном секторе Филадельфии.

Алексей Егоров

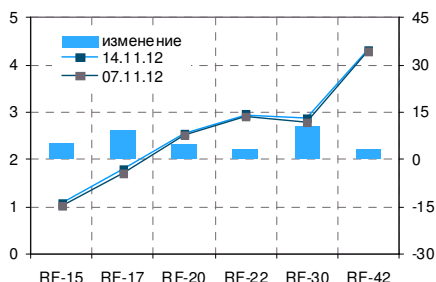
Российские еврооблигации

Основные фиксации в четверг были в корпоративных бумагах. Больше всего просели длинные выпуски Газпрома, кривая ВТБ, Северстали. Спрэд Russia-30 vs UST-10 вернулся к значениям конца сентября.

В четверг причин для роста котировок на рынке еврооблигаций не было. Внешний фон оказывал негативное влияние на настроения инвесторов, которые на этот раз консолидированно выступали за фиксацию позиций. При этом наибольшее снижение было непосредственно в корпоративном сегменте. Как и в предыдущие дни, на этой неделе наибольшая просадка была на длинном отрезке кривой Газпрома, где переоценки приближались к 100 б.п., в том числе Gazprom-34 («-97,1 б.п.»), Gazprom-37 («-95,1 б.п.»). Остальные бумаги сектора, в том числе нефтяных компаний, не подкрепленные динамикой «черного золота», сдавали свои позиции в пределах 30 б.п. High Yield бонды также теряли ценовые уровни: Евраз - до 50 б.п., ВымпелКома - до 90 б.п. Отметим, что вчерашняя публикация Северсталью отчетности, оказавшейся хуже рыночного консенсуса, также не поддерживала кривую компании. В итоге, Sevst-17 («-59 б.п.»), Sevst-22 («-59,4 б.п.»). Банковский сектор не стал исключением из общей картины, здесь больше всего пострадавших было среди бумаг ВТБ, прежде всего VTB-22, который потерял за четверг 101,5 б.п.

В суверенном сегменте следует отметить расширение спреда между Russia-30 и UST-10 до 130 б.п. Такие значения участники рынка могли

Кривая доходности гособлигаций России



наблюдать в конце сентября текущего года. Для суверенной кривой падение цен было чуть более сдержанным в отличие от среды, однако по-прежнему были в отрицательной зоне. Так, четверг закончился для наиболее ликвидных бумаг следующим образом - Russia-42 «-15,6 б.п.» (121,558%), Russia-30 – «-13,2 б.п.» (126,318%).

Игорь Голубев

Рублевые облигации

Сегмент ОФЗ – flat, изменения носили технический характер. Спрос на бумаги Нижегородской и Самарской областей на неплохих оборотах. В корпоративных выпусках без особых движений.

В четверг перемены настроений не произошло - движения на рынке были минимальными. В сегменте ОФЗ, за редким исключением, бумаги сохраняли уровни предыдущего дня. Среди бумаг, показавших сколь значимое движение, найти ценовое изменение выше 5 б.п. довольно проблематичная задача.

Повышение рейтинга Республики Саха (Якутия) от агентства S&P не нашло отражения в бумагах региона, одна из причин - предыдущее повышение от Fitch и традиционно низкая ликвидность выпусков. В свою очередь, мы видели спрос, на неплохих оборотах, в бумагах других регионов – НижгОрОбл8 (+20 б.п.), Самарская обл.8 (+10 б.п.). При этом отметим, что тенденция роста спроса на ряд субфедеральных бумаг имеет место в последнее время. Вполне вероятно, что триггером может быть запланированное сотрудничество с Clearstream и Euroclear. В корпоративных выпусках можно отметить лишь продажи в бондах СПБ Тел-04 («-20 б.п.»), а также спрос на Газпрнеф-11 («+8 б.п.»).

Игорь Голубев

Forex/Rates

Рубль демонстрирует нейтральное отношение к внешнему фонду, торгуясь в узком диапазоне относительно базовых валют.

На локальном валютном рынке вчера отсутствовала ярковыраженная динамика. Курс доллара при этом находился в узком диапазоне 31,62 руб. – 31,71 руб. Примечательно, что локальные участники практически не обращали внимания на внешний фон, который, следует отметить, выглядел вполне позитивным. Так, стоимость нефти марки Brent вновь преодолела отметку 110 долл. за барр., а ключевая пара валютного рынка EUR/USD демонстрировала рост. Кроме того, спрос на рублевую ликвидность накануне налоговых выплат уже начал расти. Тем не менее, национальная валюта завершила день на уровнях открытия торгов: доллар – 31,69 руб., бивалютная корзина – 35,61 руб.

Уровень ликвидности денежного рынка за вчерашний день не претерпела существенных изменений. Согласно данным ЦБ, сумма остатков на корсчетах и депозитах составила 845,2 млрд руб. («-4,3 млрд руб.»). При этом следует помнить, что основным источником ресурсов для уплаты взносов в фонды, которые, по нашим оценкам, составляли от 80 млрд руб. до 100 млрд руб., стали средства, привлеченные на аукционах прямого РЕПО с ЦБ. Совокупная задолженность по всем инструментам перед Банком России за вчерашний день достигла 2212,72 млрд руб. против 2151,04 млрд руб. днем ранее. Ставки денежного рынка продолжают расти. MosPrime o/n составила – 6,52% («+13 б.п.»).

Алексей Егоров

Наши ожидания

Сегодня, без отсутствия значимых событий на мировых площадках, вряд ли инвесторы будут готовы переменить свои настроения. На долговых рынках пятница, скорее всего, будет вторить общему настрою этой недели: небольшие обороты и преимущественно фиксация.

Национальная валюта сегодня, вероятнее всего, не претерпит существенных изменений позиций. Несмотря на то, что в ближайшее время кредитным организациям предстоит совершить перечисление в бюджет налогов, они пока не спешат приступать к активным трансформациям валютных позиций.

*Игорь Голубев
Алексей Егоров*

Календарь событий

Долговой рынок

16 ноября Размещение: О'Кей-01, -02 (2,0 и 3,0 млрд руб., 5/3 года).

Макроэкономические события

16 ноября Европа: торговый и платежный баланс ЕС.

США: чистый объем покупок долгосрочных ценных бумаг за сентябрь; объем промпроизводства в октябре.

Денежный рынок

16 ноября Возврат Казначейству 50,0 млрд руб. с депозитов (16 авг/6,9%)

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Новости коротко

Долговые рынки

- Ставка 4 купона по биржевым облигациям **ОАО Банк ЗЕНИТ** серии БО-06 составит 8,75% годовых.
- **ООО «РК Казначей»** отменило ранее принятое решение о досрочном погашении облигаций серии 01.
- **Республика Коми** доразместила облигации серии 32010 на сумму 946 млн руб. Было реализовано 945,2 тыс. облигаций. Первичное размещение выпуска состоялось в декабре 2011 года. В ходе аукциона на ММВБ республика разместила бумаг на 1,155 млрд руб. По условиям эмиссии, номинальный объем займа составляет 2,1 млрд руб.

Корпоративные новости

- **МегаФон** начал road show и book building в рамках IPO. Закрытие книги заявок состоится 27 ноября 2012 года. Индикативный ценовой диапазон за акцию и GDR установлен на уровне 20-25 долл. Компания оценена на уровне 11,2-14 млрд долл. Минимальный размер привлеченных средств составит 1,691 млрд долл. IPO включает в себя размещение акций в России и размещение акций и GDR институциональным инвесторам за пределами России. /Finambonds/

Наш комментарий:

http://www.nomos.ru/upload/iblock/717/NOMOS_daily_debt_markets_09_11_2012.pdf

- ФАС одобрила ходатайства **МегаФона** на покупку Евросети, выдав при этом предписания, направленные «на обеспечение возможности недискриминационного доступа операторам сотовой связи к продаже товаров, работ и услуг». Кроме того, Евросети предписано разработать и опубликовать в сети Интернет документ, регламентирующий отбор и взаимодействие сети с операторами сотовой связи. /Finambonds/

Наш комментарий:

http://www.nomos.ru/upload/iblock/840/credit_special_MegaFon_02102012.pdf

Рейтинги и прогнозы

- Агентство Fitch изменило прогноз по долгосрочным рейтингам **Ярославской области** в иностранной и национальной валюте со «Стабильного» на «Позитивный» и подтвердило рейтинги на уровне «BB». Также агентство подтвердило национальный долгосрочный рейтинг «AA-(rus)» и краткосрочный рейтинг в иностранной валюте «B». Проведенное рейтинговое действие распространяется на облигации области.

Эксперты отметили, что «Позитивный» прогноз отражает ожидаемое улучшение структуры долга региона по срокам погашения, что обусловит уменьшение риска рефинансирования, и хорошие бюджетные показатели Ярославской области с умеренным долгом по международным стандартам. Рейтинги также принимают во внимание негибкие операционные расходы и умеренную концентрацию базы налогообложения у региона.

Новость нейтральная для облигаций Ярославской области серий 34009 (YTM 7,53%/180 дн.) и 34010 (YTM 8,06%/401 дн.), учитывая их текущие уровни доходности и отсутствие сколь значимой ликвидности. В свою очередь, некоторый рост котировок как реакцию на рейтинговые действия можно будет увидеть в длинном выпуске 34011 (YTM 8,83%/777дн.), ликвидность которого чуть лучше, но вряд ли апсайд превысит 10-15 б.п. на фоне бумаг регионов рейтинговой категории «BB/BB+».

- Агентство Standard&Poor's повысило долгосрочный кредитный рейтинг **Республики Саха (Якутия)** с «BB» до «BB+» и рейтинг по российской шкале с «ruAA» до «ruAA+». Прогноз по рейтингам – «Стабильный».

Эксперты S&P отметили, что повышение рейтинга связано с ожиданиями роста экономики и доходов бюджета Республики Саха (Якутия), а также продолжения взвешенной финансовой политики, что обеспечит высокие финансовые показатели и устойчиво-позитивные показатели ликвидности. При этом рейтинги отражают зависимость республики от решений федерального правительства, касающихся межбюджетных отношений, расходных обязательств и налогового режима. Кроме того, негативное влияние на рейтинги оказывает высокая концентрация экономики республики на добыче полезных ископаемых, которая усугубляется зависимостью от одного крупнейшего налогоплательщика.

Рейтинговое действие, безусловно, является позитивным для Якутии, но мы не ждем яркой реакции в котировках облигаций республики, поскольку ранее, 24 сентября 2012 года, другое агентство – Fitch повысило рейтинг эмитенту до инвестиционного уровня «BBB-»/ Стабильный, то есть на 1 ступень выше. Кроме того, все 5 выпусков Якутии в настоящее время практически неликвидные.

Главные новости

Северсталь (Ba1/BB+/BB): неплохие результаты по МСФО за 3 квартал.

Мы оцениваем результаты Северстали за 3 квартал как неплохие. Компания продемонстрировала хорошее управление оборотным капиталом, гибкость в реализации инвестпрограммы и, как следствие, высокие денежные потоки. Долговая нагрузка несколько усилилась на фоне снижения прибыльности, но осталась умеренной, риски краткосрочного рефинансирования низкие. Бумаги компании на сложившихся уровнях малопривлекательны.

Событие. Северсталь опубликовала отчетность за 3 квартал 2012 г. и провела телеконференцию с аналитиками.

Комментарий. Основные моменты финансовых результатов компании таковы:

- Выручка в 3 квартале по сравнению с предыдущим кварталом упала на 3% до 3,6 млрд долл., EBITDA – на 18% до 546 млн долл., чистая прибыль – возросла в 2,1 раза до 329 млн долл. за счет положительных курсовых разниц в 152 млн долл.

- Компания сократила оборотный капитал и продемонстрировала 601 млн долл. операционного денежного потока, что в совокупности с сокращением сарех позволило получить 271 млн долл. свободного денежного потока и сократить Чистый долг на 4% до 3,58 млрд долл., несмотря на выплату дивидендов за 4 квартал 2011 г. и 1 квартал 2012 г.
- Компания подтвердила свое намерение обеспечивать положительный свободный денежный поток, стараясь поддерживать соотношение Чистый долг/ЕБИТДА на уровне не выше 1,5 (хотя по уже итогам 4 квартала этот показатель может быть превышен).

Несмотря на то, что результаты Северстали на уровне ЕБИТДА оказались примерно на 5% ниже нашего прогноза и чуть хуже консенсуса, мы оцениваем отчетность компании как достаточно неплохую. Хорошее управление оборотным капиталом и гибкость в реализации инвестпрограммы являются плюсом в условиях слабой рыночной конъюнктуры, которые мы наблюдаем в последние месяцы.

Долговая нагрузка компании за 3 кв. на фоне снижения прибыльности несколько усилилась (Чистый долг/ЕБИТДА составило 1,4х против 1,2х во 2 кв.), несмотря на то, что размер Чистого долга сократился (на 4% до 3,6 млрд долл.). В целом, она остается умеренной и не вышла за рамки 1,5х, которых придерживается компания в своей долговой политике. Риски рефинансирования долга находились по итогам 9 мес. 2012 г. на низком уровне, учитывая солидный запас денежных средств на счетах (2,1 млрд долл.), полностью покрывающий короткую часть кредитного портфеля (1,9 млрд долл.).

Биржевые облигации Северстали серий БО-02 (УТМ 7,69%/92 дн.) и БО-04 (УТМ 7,97%/92 дн.) на текущих уровнях и короткой дюрации выглядят малопривлекательными, и ликвидность соответствующая. Евробонды компании также не несут ярких инвестиционных идей, в том числе размещенный в октябре выпуск Sevstal-22 (УТМ 6,185%/7,5 года), который торгуется ниже номинала.

Основные финансовые результаты Северстали по МСФО

\$ млн	2 кв. 12	3 кв. 12	+/-, %	9 мес. 11	9 мес. 12	+/-, %
Выручка	3 718	3 591	-3	12 084	10 988	-9
ЕБИТДА, в т.ч.	664	546	-18	2 817	1 829	-35
Добывающий сегмент	293	244	-17	1 260	859	-32
Российская сталь	269	284	6	1 389	859	-38
Северная Америка	77	17	-78	163	160	-2
Маржа, %	17.9	15.2		23.3	16.6	
Чистая прибыль	155	329	112	1 572	912	-42
Операционный ДП	467	601	29	1 652	1 423	-14
Капитальные затраты	371	330	-11	1 208	979	-19
Денежные средства и их эквиваленты	1 943	2 121	9	1 995	2 121	6
Краткосрочный долг	1 479	1 877	27	1 536	1 877	22
Чистый долг	3 732	3 576	-4	4 090	3 576	-13
Чистый долг/ЕБИТДА	1,2х	1,4х		1,0х	1,4х	

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Юрий Волков, CFA
Александр Полютов

Итоги деятельности OTP Bank (Ba2/BB+/-) и его подразделения в России (ОТП Банк «Ba2/-/BB») по итогам 9 месяцев 2012 года.

При доле в активах группы в 10% российский ОТП Банк формирует треть консолидированной прибыли. При, в целом, позитивной динамике показателей российского подразделения в качестве негатива отметим сохранение тенденции роста NPL 90+.

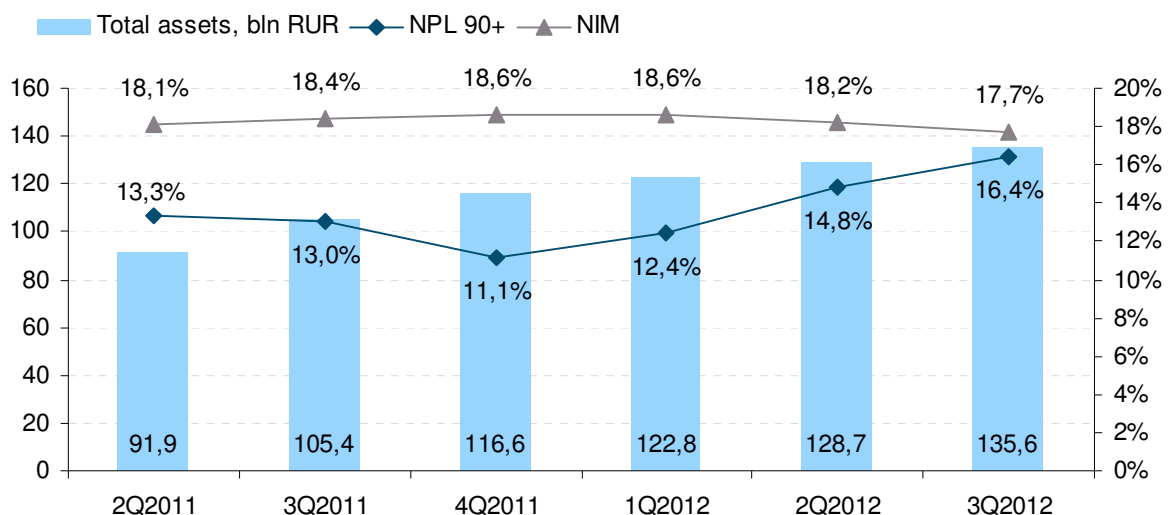
Событие. Вчера группа OTP Bank отчиталась по МСФО за 9 месяцев 2012 года.

Комментарий. В целом, показатели самой группы за 9 месяцев вышли неплохие, хотя мы видим небольшую «просадку» по прибыли по итогам января-сентября текущего года по сравнению с аналогичным периодом прошлого года - на 12% до 96,4 млрд венгерских форинтов (0,33 млрд евро), тем не менее показатели маржинальности удерживаются на одном уровне. Как негативный момент отметим рост NPL 90+ до 18,8% против 15,6% на 1 октября 2011 года. Активы и кредитный портфель сократились на 4% (до 34,6 млрд евро и 22,4 млрд евро соответственно). Российское подразделение, хотя и составляет только 10% группы, но принесло ей 34% всей прибыли в отчетном периоде. В отличие от консолидированных показателей, активы ОТП Банка и кредитный портфель выросли на 16% и 5% соответственно (до 136 млрд руб. и 103 млрд руб.). Прибыль по итогам 9 месяцев выросла на треть до 17 млрд руб. по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, и это несмотря на почти двукратное увеличение отчислений в резервы. «Ложкой дегтя» здесь выступает ухудшение качества кредитного портфеля, причем, по данным материнской компании, по всем сегментам.

Напомним, что ключевым направлением для себя банк считает POS-кредитование (второй по величине на рынке игрок, первый – ХКФ Банк), затем идут кредитные карты (шестое место в сегменте). Корпоративный кредитный портфель банк сейчас активно сокращает, поскольку, во-первых, это не столь маржинальный продукт по сравнению с «профильными» для банка направлениями и, во-вторых, эмитенту все тяжелее становится конкурировать с госбанками. Также поскольку основу фондирования банка составляют именно розничные депозиты, ставки по которым в этом году постоянно растут, то задача поддержания эффективности деятельности подталкивает банк в высокомаржинальные сегменты. Впрочем, банк периодически выходит на долговой рынок для диверсификации обязательств, хотя в 2012 году он был не столь активен, как в 2011 году: было выпущено облигаций на 6 млрд руб. против 11,5 млрд руб. в прошлом году.

Напомним, в настоящее время у банка обращается 4 выпуска облигаций на общую сумму 17,5 млрд руб., причем все входят в перечень прямого РЕПО с ЦБ с дисконтом 17,5%. Наиболее ликвидный выпуск серии БО-02 торгуется с доходностью 10,5% к оферте в марте 2014 года, то есть на уровне другого розничного банка – КредитЕвропа Банка (Ba3/-/BB-), несмотря на то, что рейтинги у ОТП Банка на ступень выше, что делает бумаги последнего привлекательными.

Финансовые показатели ОТП Банка (МСФО)



Источник: данные банка, расчеты Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Финансовые показатели российского ОТП Банка (МСФО)

Показатели прибыли, млрд руб.	9М 2011	9М 2012	9М2012 / 9М2011	3Q2011	3Q2012	2Q2012
After tax profit w/o dividends, net cash transfers and one-offs	3,89	4,52	16%	1,35	1,50	1,50
Net interest income	13,00	17,01	31%	4,58	5,86	5,58
Provision for possible loan losses	-3,20	-6,20	94%	-1,50	-2,25	-2,32
Балансовые показатели, млрд руб.	2011	9М 2012	9М2012 / 2011	3Q2011	3Q2012	2Q2012
Total assets	116,6	135,6	16%	105,4	135,6	128,7
Gross customer loans	98,0	103,0	5%	89,1	103,0	96,4
Deposits from customers	65,6	72,3	10%	58,8	72,3	67,6
Total shareholders' equity	19,4	24,3	25%	17,9	24,3	22,5
Финансовые коэффициенты*	9М 2011	9М 2012	Изм.	3Q2011	3Q2012	2Q2012
90+ days past due loans / gross customer loans	13,0%	16,4%	3,4%	13,0%	16,4%	14,8%
Cost of risk / average gross loans	5,2%	8,3%	3,1%	7,2%	9,0%	9,9%
Total provisions / 90+ days past due loans	88,8%	93,2%	4,4%	88,8%	93,2%	95,1%
ROA	5,1%	4,8%	-0,3%	5,4%	4,5%	4,9%
ROE	31,9%	27,8%	-4,1%	30,6%	25,7%	28,1%
Total income margin	19,6%	20,5%	0,9%	22,1%	20,0%	21,4%
Net interest margin	17,0%	18,1%	1,2%	18,4%	17,7%	18,2%
Cost / Income ratio	44,0%	37,1%	-6,9%	39,5%	36,7%	34,7%
Net loans to deposits	135,0%	121,0%	-14,0%	135,0%	121,0%	122%

* расчет коэффициентов произведен ОТП Bank Plc в валюте отчетности (HUF)

Источник: данные банка, расчеты Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Елена Федоткова

ФСК (Ваа2/ВВВ/-): результаты на уровне ожиданий.

В целом, снижение финансовых результатов было ожидаемо, поэтому вряд ли их публикация окажет влияние на котировки облигаций, которые выглядят малопривлекательно, особенно на фоне неопределенности преобразований в отрасли.

Событие. Вчера ФСК опубликовала результаты полугодия по МСФО, которые отразили снижение EBITDA и чистой прибыли.

Финансовые результаты ФСК, млн руб.

	6 мес. 11	6 мес. 12	+/-, %
Выручка	72 804	66 909	-8.1
ЕВITDA	44 386	34 958	-21.2
Маржа, %	61.0	34.0	
Чистая прибыль	44 197	3 945	-91.1
Чистая прибыль*	17 800	16 573	-6.9
Операционный ДП	36 275	37 453	3.2
Капитальные расходы	69 581	59 685	-14.2
	2011	6 мес. 12	+/-, %
Долг	132 780	153 256	15.4
Краткосрочный долг	2 002	2 516	25.7
Чистый долг	85 232	106 830	25.3
Долг/ЕВITDA	1,6x	2,0x	
Чистый долг/ЕВITDA	1,0x	1,4x	

* без учета переоценки

Источники: отчетность компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Комментарий. Первое полугодие сетевая компания отработала практически на уровне второго полугодия 2011 г., что является следствием переноса сроков индексации тарифов. Результаты ФСК в 1 пол. 2012 г. практически полностью совпали с нашими прогнозами на уровне EBITDA (-1%) и на 4% оказались хуже консенсус-прогноза.

Операционные потоки практически сохранились на уровне 1 пол. 2011 г. При этом капитальные вложения сократились на 14%. Но свободные денежные потоки ФСК по-прежнему находятся в глубоком минусе – «-22,2 млрд руб.», что приводит к

росту долга компании. В первом квартале чистое привлечение кредитных средств составило 19,9 млрд руб. Чистый долг (без учета краткосрочных векселей) увеличился до 123,3 млрд руб. и до 106,8 млрд руб. (с учетом), при этом соотношение Чистый долг/ЕВITDA составило 1,6х и 1,4х соответственно. В целом, долговая нагрузка остается умеренной, а риски краткосрочного рефинансирования минимальные (короткий долг всего 2,5 млрд руб.).

Чистая прибыль компании в 1 пол. упала в 11 раз до 4 млрд руб. В отчетности компании значение чистой прибыли учитывает операции по переоценке активов в размере 12,6 млрд руб. Без учета списаний чистая прибыль компании сократилась, по нашим оценкам, на 7%.

В целом, мы рассматриваем результаты ФСК как нейтральные. Сильные расхождения наблюдались лишь на уровне чистой прибыли. Тем не менее, компания выплачивает дивиденды из прибыли по РСБУ. Чистая прибыль за 9 мес. 2012 г. по РСБУ составляет 6,4 млрд руб.

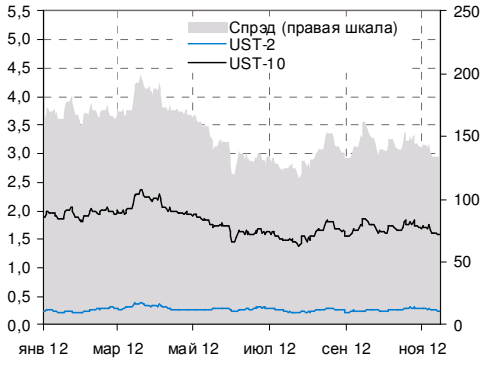
На проводимой после публикации отчетности конференции менеджмент сообщил о проводимом пересмотре инвестиционной программы (переход на регулирование до 2017 г.). Остальные важнейшие вопросы, в том числе связанные с консолидацией, прогнозами и т.д., на конференции освещены не были.

Рублевые облигации ФСК в настоящее время малопривлекательны, особенно в свете неопределенности преобразований в отрасли.

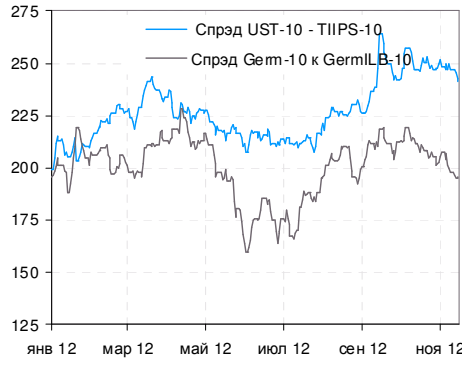
Михаил Лямин
Александр Полютков

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

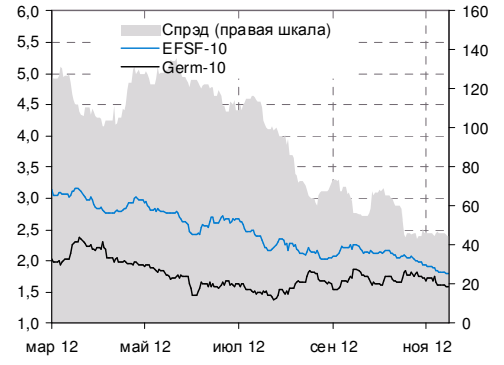
Казначейские обязательства США 2-летн. и 10-летн.



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



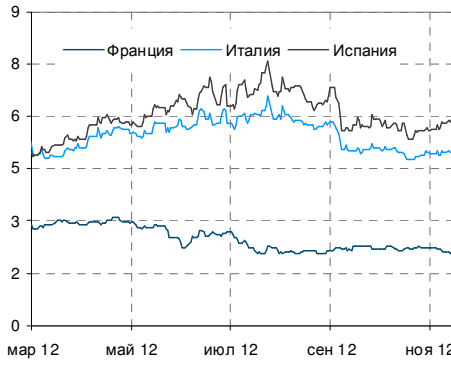
10-летние бумаги Германии и EFSF-10



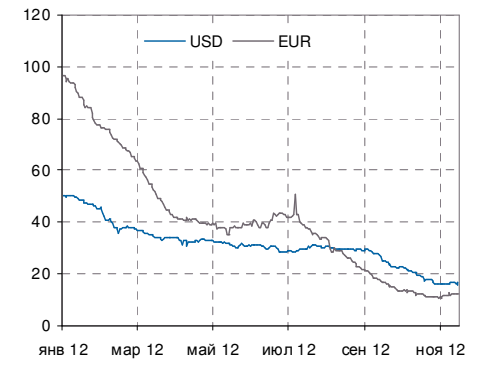
Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС



Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

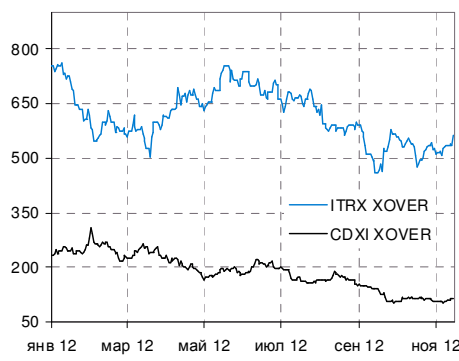


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

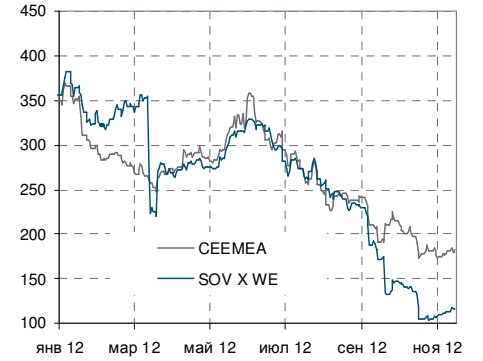
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX /Cross-Over

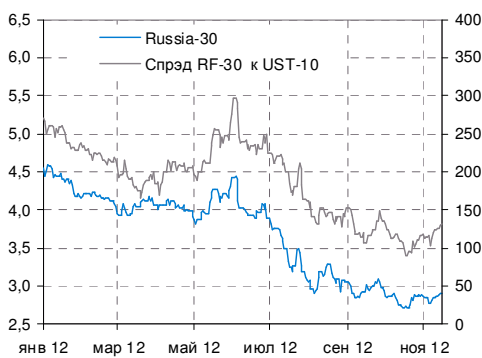


ITRX / Governments

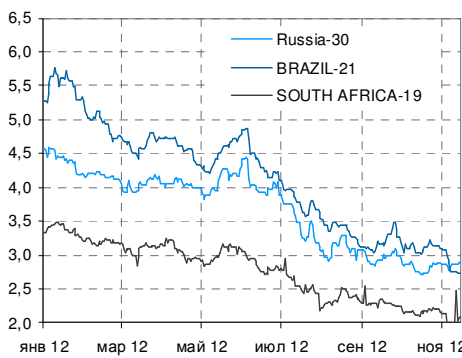


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

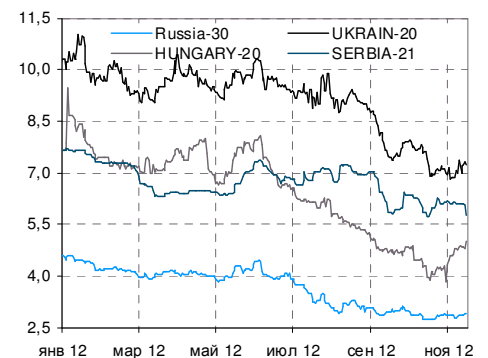
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

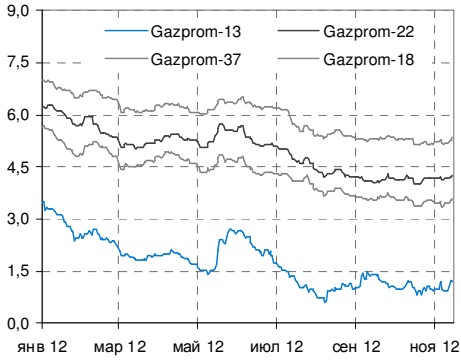


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

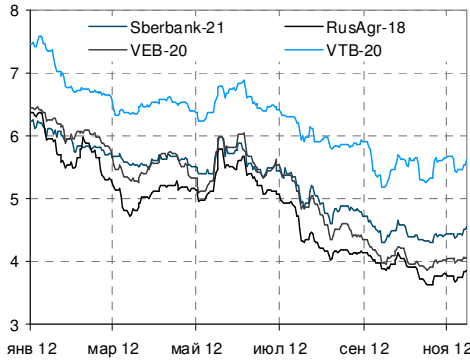


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

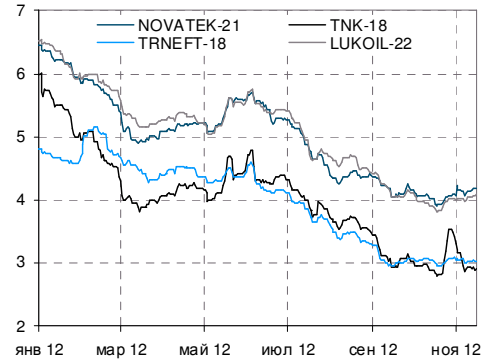
Еврооблигации Газпрома



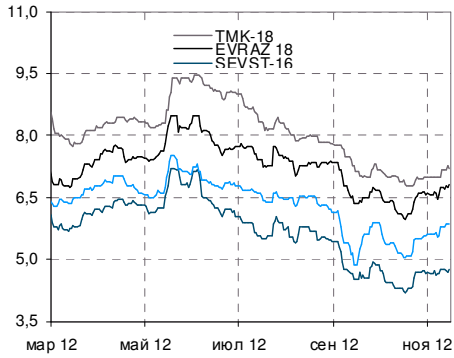
Евробонды госбанков



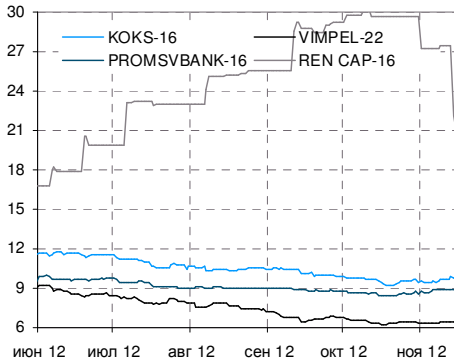
Еврооблигации нефтегазового сектора



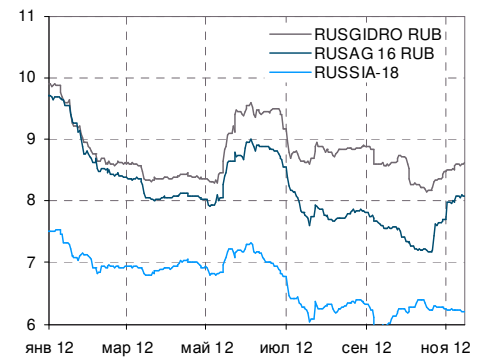
Еврооблигации металлургического сектора



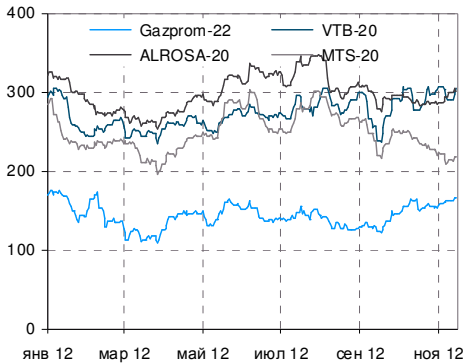
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



Еврооблигации, номинированные в рублях



Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

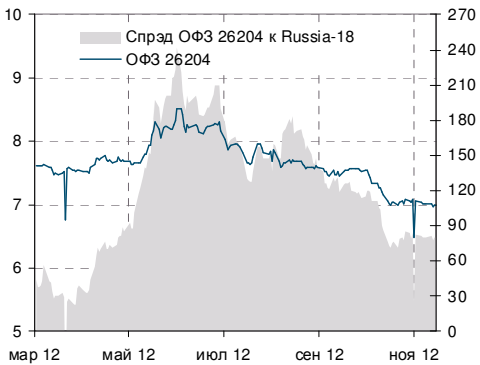


Спрэды в банковском секторе

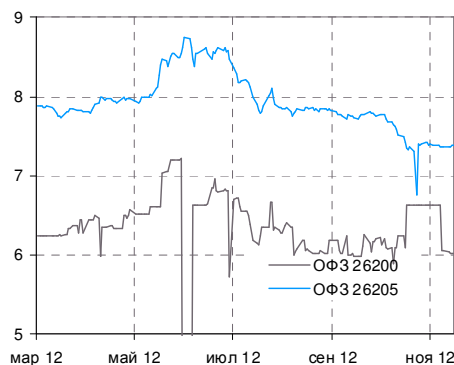


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

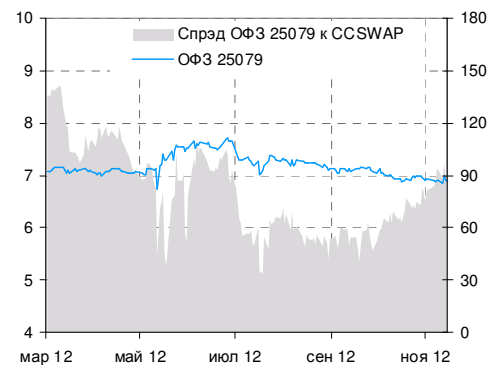
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

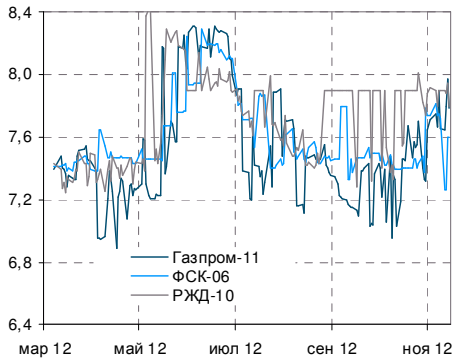


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

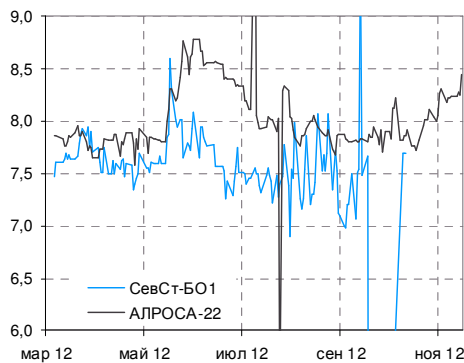


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

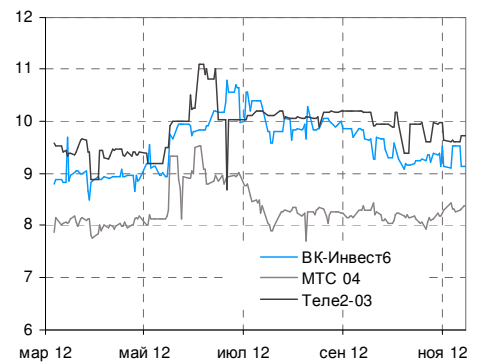
Доходности российских монополий



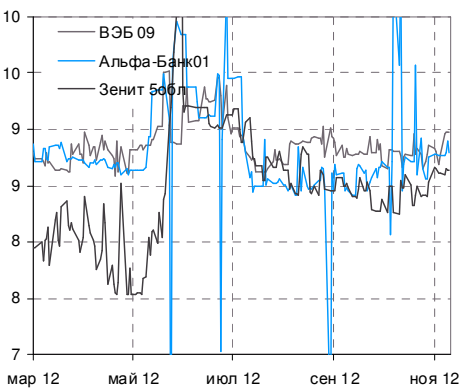
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



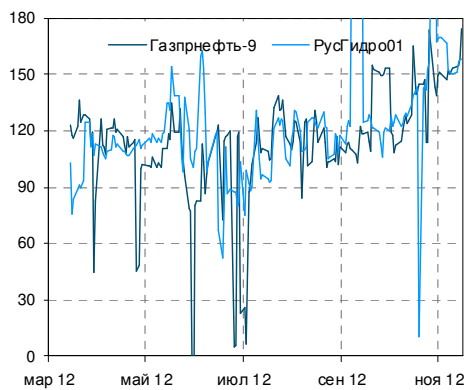
Доходности "Телекоммуникации"



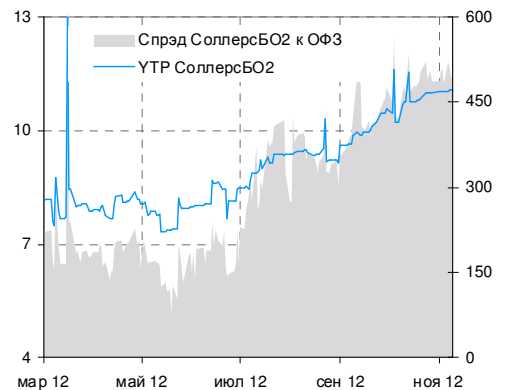
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

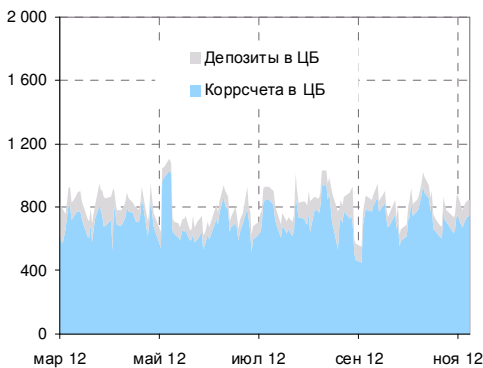


Облигации с текущей доходностью выше 10%

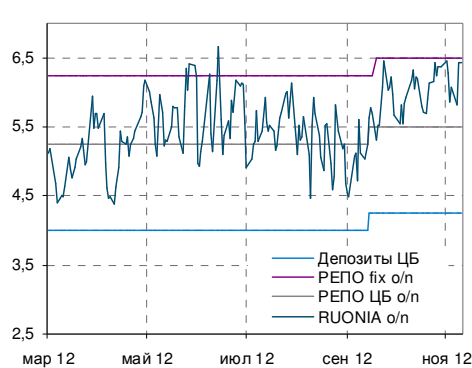


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Динамика депозитов и остатков на корсчетах



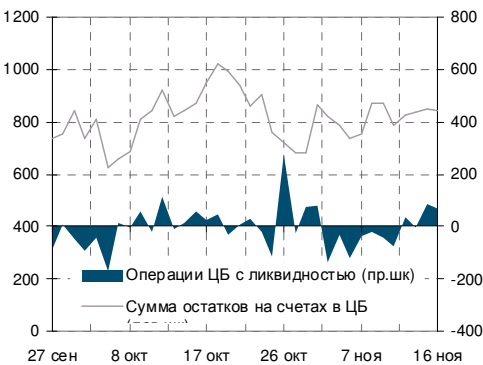
Динамика ставок денежного рынка



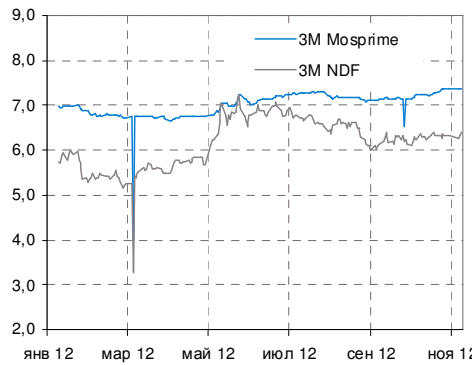
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



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 Волон, CFA

Volov_YM@nomos.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин

Lyamin_MY@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin_IA@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Банки

Андрей Михайлов, FCCA

Mikhajlov_AS@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Александр Полютон

Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова

Fedotkova_EV@nomos.ru

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