

Долговые и денежные рынки
17 апреля 2012 г.

Конъюнктура рынков

Внешние рынки

Для глобальных площадок торги понедельника сложились в очередной раз «не в пользу» рискованных активов. Несмотря на то, что довольно позитивные макроданные из США смогли оказать некоторую поддержку спросу, общий сентимент сохраняется достаточно негативным.

Российские еврооблигации

Торги понедельника характеризовались навесом негатива с внешних площадок, однако серьезных отрицательных переоценок удалось избежать. Порцию оптимизма, поддерживавшего котировки, добавили макроновости из США.

Рублевые облигации

Внутренний долговой рынок сохраняет довольно депрессивные настроения, которые выражаются, главным образом, в поиске возможностей для фиксации. На наиболее ликвидный сегмент – ОФЗ – приходится основная нагрузка по части «освобождения» позиций на опасениях того, что перспектива улучшения общей конъюнктуры весьма туманна. При таких условиях ожидания по части завтрашнего размещения ОФЗ 26208 негативные.

FX/Rates

В соревновании: что сильнее, негатив на внешних площадках или недостаток рублевой ликвидности, была объявлена «ничья». В ходе вчерашних торгов национально валюте частично удалось компенсировать потери, сформировавшиеся при открытии.

Наши ожидания

Глобальные площадки проявляют прежние опасения относительно возможного обострения долговых проблем в Европе. При этом новые оценки риска можно будет уже наблюдать сегодня на аукционах по векселям Испании и EFSF. В сегменте евробондов негативные итоги европейских аукционов могут усилить желание зафиксироваться. Однако реагировать на внешний фон оперативнее остальных будет суверенный сегмент.

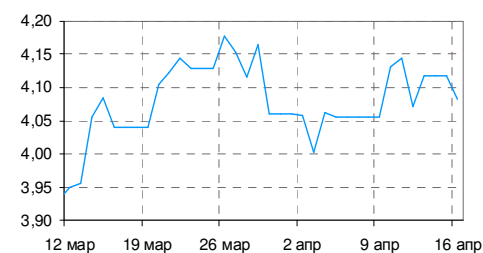
Для рублевых облигаций нет весомых поводов для усиления покупательской активности. Понятно, что намечающееся укрепление рубля – это типичная для последней декады месяца ситуация, когда предстоящие налоговые выплаты выступают основным сдерживающим фактором, не позволяющим национальной валюте продемонстрировать сильное снижение.

За счет того, что ЦБ сегодня расширил предложение по семидневному РЕПО до 450 млрд руб., вопрос с недостатком ликвидности может на время отойти на второй план, а это, в свою очередь, не лучшим образом отразится на попытках

Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	4,08	-4
CDS России	203	5
MOSPRIME o/n	5,89	23
NDF 3M	5,77	-1
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	716,3	37
Остатки на депозитах, млрд руб.	88,7	-13
Доллар / рубль (ЦБ), руб	29,61	0,01
Корзина (ЦБ), руб	33,73	0,03

Динамика доходности Russia-30



Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3M	0,47	-0,1
ERIBOR 3M	0,75	-0,3
EUR/USD	1,31	
UST-10	1,98	0
Германия-10	1,72	-2
EFSF-10	2,81	2
Италия - 10	5,58	7
Испания - 10	6,04	8
Португалия-10	12,36	12
CDS 5Y Ирландия	585	2
CDS 5Y Португалия	1112	4
CDS 5Y Италия	442	7
CDS 5Y Испания	512	10

Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	679,1	9
iTRAXX CEEMEA 5Y	291,5	2
iTRAXX SOVX WE 5Y	281,8	2

Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 25075	7,06	1
ОФЗ 26205	7,97	-1
ОФЗ 26207	8,24	1
Газпром-11	7,22	33
РЖД-10	7,40	-7
ФСК-6	7,47	0
РусГидро-1	8,35	0
МТС-04	8,02	5
Вк-Инвест6	8,93	0
Северсталь-БО1	7,54	-5
ВЭБ-09	8,89	15
Альфа-Банк01	8,73	3

Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	7,06	3
Gazprom-37	6,31	3
Sberbank-21	5,67	-1
AlfaBank-21	8,17	1
Evraz-18	7,68	-3
Vimpel-22	8,10	-2
TNK-BP-18	4,80	22

рубля восстановиться. На наш взгляд, сегодня, лучшее, на что следует рассчитывать, – это сохранение национальной валютой текущих уровней (33,75-33,85 руб. по бивалютной корзине).

Главные новости

Неожиданное снижение промышленного производства в марте.

По данным Росстата, сезонно-сглаженный индекс промышленного производства снизился в марте на 1.6 % к февралю, при этом рост год к году составил всего лишь 2.0 %. Мы не находим удовлетворительных объяснений резким колебаниям индекса, и полагаем, что высокая волатильность ежемесячных данных Росстата (в феврале имел место столь же труднообъяснимый рост ИПП сразу на 1.6 %) может быть связана с несовершенством используемых методик.

Если же говорить о тренде, то он, на наш взгляд, остается неизменным – в 2012 году промышленный рост будет колебаться в пределах 3-4 %; наш годовой прогноз – 3.6 %.

ФАС против увеличения Telenor доли в Vimpelcom Ltd.

По сообщению Интерфакса, ФАС РФ готовит исковое заявление о признании недействительной сделки по покупке Telenor 11,3% голосующих акций VimpelCom Ltd. По нашему мнению, максимум, что может грозить Telenor в этот раз, это возврат акций их прежним владельцам, а потому и реакция рынка на данные сообщения может быть гораздо более сдержанной.

НМТП (ВаЗ/ВВ-/-): отчетность за 2011 го в преддверии размещения нового выпуска.

Результаты за прошлый год подтверждают неоднозначность, для кредитного профиля НМТП, сделки по покупке Приморского порта. Несмотря на рост выручки на 65% операционный денежный поток остался практически на уровне прошлого года, а чистая прибыль снизилась более чем в три раза.

X5 вновь возвращается к покупкам: подана заявка в ФАС на сибирскую сеть Холидей.

Данная сделка позволит X5 обозначить свое присутствие в Сибири и начать активную экспансию в регионе, добавить более 7% выручки и торговых площадей. В то же время вновь возрастают риски увеличения и так высокой долговой нагрузки X5 из-за возможного привлечения финансирования сделки и консолидации долга сибирской сети. Новость может оказать давление на котировки бондов X5 и Копейки, но в большей степени на бумаги последней в силу их большей ликвидности.

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

Для глобальных площадок торги понедельника сложились в очередной раз «не в пользу» рискованных активов. Несмотря на то, что довольно позитивные макроданные из США смогли оказать некоторую поддержку спросу, общий сентимент сохраняется достаточно негативным. Продолжают усиливаться опасения дальнейшего усугубления долговых проблем в Европе, кроме того, продолжает разочаровывать своими макроотчетами Китай.

Вчерашний день начинался с негативной реакции рынков на новости из Китая, об изменении Народным Банком денежной политики. Кроме того, серьезные разочарования доставляли сырьевые площадки, где продолжается коррекция нефтяных цен.

В то же время не уменьшается поток негативных настроений из Европы, обусловленных опасениями обострения долговых проблем Испании в условиях наблюдающегося в последнее время существенного роста стоимости ее новых и торгуемых обязательств.

Так, за вчерашний день «психологически важная» отметка – доходность в 6% по 10-летним госбумагам в очередной раз оказалась преодолена, что только усилило общую панику и спровоцировало новую волну sale-off не только по испанским, но и по другим европейским бондам. Так, доходность 10-летних испанских бумаг составила 6,04% («+8 б.п.»), по итальянским – 5,58% («+7 б.п.»).

Особую значимость факт роста стоимости испанского долга приобретает на фоне предстоящих сегодня новых аукционов по испанским векселям срочностью 12 и 18 месяцев. Кроме того, в условиях повсеместного роста требований к рискованным премиям не исключено, что при сегодняшнем размещении новых векселей EFSF также будет зафиксирована большая, чем на предыдущих аукционах доходность.

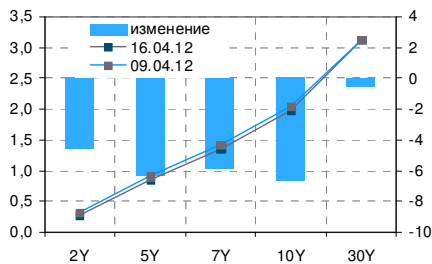
Обсуждение и оценки платежеспособности европейских стран остаются одной из ключевых тем для рынка. При этом дискуссии относительно возможной помощи со стороны регуляторов все больше смещаются в ракурс более активной поддержки со стороны фондов финансовой стабильности и, возможно, МВФ, нежели ЕЦБ. Появляющиеся опасения и слухи о том, что февральский аукцион по предоставлению ликвидности коммерческим банкам был последним, заставляют инвесторов изрядно нервничать.

Американская макростатистика по розничным продажам оказалась лучше прогноза, и, похоже, эти данные поддержали европейские фондовые индексы. В то же время американские площадки не смогли явно выразить свои предпочтения – доходности UST остались на уровне пятницы (по 10-летним 1,98% годовых), фондовые индексы не проявили заметного роста.

Первый день новой недели не лучшим образом сложился для европейской валюты. В рамках азиатской сессии инвесторы по инерции продолжали следовать в направлении, выбранном еще в пятницу. При этом пара EUR/USD смогла опуститься ниже уровня 1,3х. Следует отметить, что схожую ситуацию можно было наблюдать ровно месяц назад. Тогда соотношение между евро и долларом составляло 1,3х, однако инвесторы так и не смогли преодолеть эту отметку. По всей видимости, обозначившаяся нижняя граница, стала аванпостом для пары EUR/USD. Несмотря на то, что ситуация на европейском долговом рынке в понедельник сохранялась, мягко говоря, негативной, а опубликованные данные о торговом балансе ЕС за февраль не оправдали ожиданий, снижение европейской валюты остановилось.

Волна покупок, вынесшая пару EUR/USD к уровню 1,313х, стартовала после публикации блока статистики из США. Наиболее интересными выглядели данные о росте розничных продаж в марте на 0,8%, при

Кривая доходности гособлигаций США



прогнозе 0,4%. К концу дня на рынке началась небольшая коррекция, обусловленная фиксацией прибыли, однако ее масштабы оказались не большими, при этом соотношение между евро и долларом сегодня утром уже составляло 1,31х.

Ольга Ефремова
Алексей Егоров

Российские еврооблигации

Торги понедельника характеризовались навесом негатива с внешних площадок, однако серьезных отрицательных переоценок удалось избежать. Порцию оптимизма, поддерживавшего котировки, добавили макроновости из США.

В сегменте российских еврооблигаций вчерашняя торговая сессия проходила достаточно спокойно, стараясь по возможности противостоять тому, что внешний фон «сгущался», и рискованные активы оставались объектом для распродаж. В первой половине дня преобладающий негативный настрой выражался не только открытием «вниз» в пределах 25 б.п., но последующим снижением котировок.

Наиболее явно такая динамика прослеживалась в сегменте госбумаг, где минимумом для Russia-30 были котировки в районе 119,0625% (4,14%). Аналогичной была динамика и других суверенных выпусков.

Вместе с тем, установление локальных минимумов подтолкнуло участников к новым покупкам. Дополнительным мощным стимулом для этого стала опубликованная к тому времени американская макростатистика, оказавшаяся в части данных по розничным продажам заметно лучше прогноза. Так, во второй половине дня в Russia-30 котировки были уже в районе 119,50% (4,07%). В диапазон 101,375% - 101,5% (5,53% - 5,52 %) переместился выпуск Russia-42. До закрытия сформировавшиеся переоценки не удалось сохранить – на максимумах усилилась фиксация прибыли, но, в целом, и это не помешало закончить день «в плюсе».

В негосударственном секторе ценовая динамика была менее выразительной, но обращает на себя внимание концентрация активности в квазисуверенных рисках. Из наиболее очевидных объектов массового спроса обозначим выпуски Газпрома. Но здесь удержать дневные положительные переоценки (в пределах 25 б.п.) удалось лишь в бумагах Gazprom-17 и Gazprom-18, в то время как по длинным выпускам итоговый результат был следствием вечерней фиксации прибыли. Покупателям были интересны также бумаги ВЭБа и Сбербанка, но это не нашло выражения в динамике цен. Снова бумаги ВымпелКома в центре общего внимания, более успешно день сложился для длинных бумаг, но прибавка за день «ограничивалась» 20 б.п.

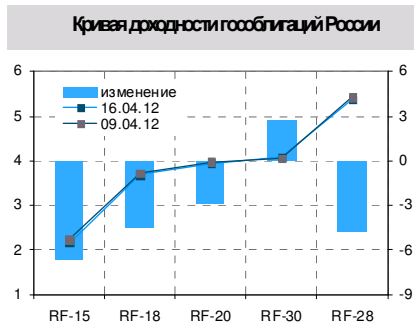
В целом, общие настроения весьма неоднородны, инвесторы ждут ориентиров по новым выпускам, при этом каких-либо явных изменений в котировках торгуемых бумаг эмитентов не наблюдается, вероятно, по причине того, что пока еще нет каких-то четких параметров планируемых сделок.

Ольга Ефремова

Рублевые облигации

Внутренний долговой рынок сохраняет довольно депрессивные настроения, которые выражаются, главным образом, в поиске возможностей для фиксации. На наиболее ликвидный сегмент – ОФЗ – приходится основная нагрузка по части «освобождения» позиций на опасениях того, что перспектива улучшения общей конъюнктуры весьма туманна. При таких условиях ожидания по части завтрашнего размещения ОФЗ 26208 негативные.

Начало новой недели сложилось в тех же унылых красках, которые преобладают в «палитре» локального долгового рынка в последнее



время. Под усилившимся давлением внешнего негатива вчера довольно слабым выглядел сегмент ОФЗ, где продажи концентрировались в средне- и долгосрочных выпусках. При этом снижение котировок варьировалось в диапазоне 5-25 б.п. При подобных условиях можно сделать довольно пессимистический прогноз относительно запланированного на завтра размещения ОФЗ 26208 на сумму 35 млрд руб. Хотя Минфин еще не обозначил индикативного диапазона, по нашим оценкам, способная хоть как-то побудить к покупкам доходность находится выше отметки 7,8%, по причине того, что по итогам последних сделок доходность не только 26208 (YTM 7,79%), но и меньшего по дюрации выпуска 26204 (YTM 7,78%) фактически «упиралась» в нее.

В негосударственных выпусках высокой торговой активности по-прежнему не наблюдается. При этом преобладающим остается негативный ценовой тренд.

Ольга Ефремова

Forex/Rates

В соревновании: что сильнее, негатив на внешних площадках или недостаток рублевой ликвидности, была объявлена «ничья». В ходе вчерашних торгов национально валюте частично удалось компенсировать потери, сформировавшиеся при открытии.

Негативный внешний фон, к которому можно отнести сильное снижение валютной пары EUR/USD, нестабильную ситуацию на сырьевых площадках, а также всеобщее нежелание инвестировать в рискованные активы, в полной мере отразился на курсе рубля при открытии вчерашних торгов. Стоимость бивалютной корзины увеличилась на 14 коп., а доллар прибавил в цене 17 коп. Это выглядело, по меньшей мере, иррационально по причине ожидаемого сокращения ликвидности на фоне уплаты страховых взносов в фонды. Однако в ходе дневных торгов рублю все же удалось компенсировать часть утренних потерь. Следует отметить, что основным опасением для кредитных организаций была не вчерашняя уплата взносов в фонды, по нашим оценкам, не превышающая 100 млрд руб., а ожидаемое в пятницу перечисление в бюджет трети НДС объемом от 170 до 190 млрд руб. При условии того, что в среду банкам предстоит вернуть 24,74 млрд руб. (сальдо по операциям прямого РЕПО с ЦБ сроком на 91 день), на наш взгляд, большинство участников все же сочли необходимым «подкопнуть» рублевой ликвидности. По итогам дня курс доллара составил 29,61 руб., а стоимость бивалютной корзины 33,69 руб.

Увеличение предложения ЦБ по однодневному РЕПО благоприятно отразилось на сумме остатков на счетах, объем которой увеличился на 24 млрд руб. до 805 млрд руб., что на фоне уплаты страховых взносов выглядит вполне комфортно. Вместе с тем, спрос на ресурсы продолжает расти, что отражается в ставках денежного рынка. Так MosPrime o/n вчера достигла 5,89%, по всей видимости, уже на этой неделе этот показатель преодолет отметку 6%.

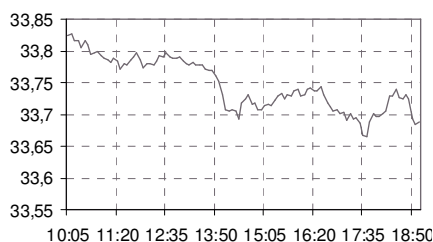
Алексей Егоров

Наши ожидания

Глобальные площадки проявляют прежние опасения относительно возможного обострения долговых проблем в Европе. При этом новые оценки риска можно будет уже наблюдать сегодня на аукционах по векселям Испании и EFSF. Из европейских макроданных выделим публикацию индекса потребительских цен по ЕС, а также индекс экономического сентимента от ZEW, из американских – мартовские отчеты по первичному рынку недвижимости.

В сегменте евробондов негативные итоги европейских аукционов могут усилить желание зафиксироваться. Однако реагировать на внешний фон

Динамика бивалютной корзины



оперативнее остальных будет суверенный сегмент. Для рублевых облигациях нет весомых поводов для усиления покупательской активности. Понятно, что намечающееся укрепление рубля – это типичная для последней декады месяца ситуация, когда предстоящие налоговые выплаты выступят основным сдерживающим фактором, не позволяющим национальной валюте продемонстрировать сильное снижение. Сегодня за счет того, что ЦБ расширил предложение по семидневному РЕПО до 450 млрд руб., вопрос с недостатком ликвидности может на время отойти на второй план, а это, в свою очередь, не лучшим образом отразится на попытках рубля восстановиться. На наш взгляд, сегодня, лучшее, на что следует рассчитывать, – это сохранение национальной валютой текущих уровней (33,75-33,85 руб. по бивалютной корзине).

Ольга Ефремова
Алексей Егоров

Календарь событий

Долговой рынок

- 18 апреля Размещение: ОФЗ серии 26208 на 35 млрд руб.
Размещение: РОСНАНО 04 и 05
- 19 апреля Размещение: Связь-Банк 05
Размещение: КБ Центр-инвест БО-02
Размещение: ТКС Банк БО-04
- 20 апреля Размещение: Каркаде 02

Внешний долговой рынок

- 17 апреля Размещение векселей Греции на 1,25 млрд евро на 91 день.
Размещение векселей Испании срочностью 12 и 18 месяцев.
Размещение векселей Бельгии на 91 и на 364 дня.
Размещение векселей EFSF на 2 млрд евро на 182 дня.
- 18 апреля Доразмещение 2-летних гособлигаций Германии на 5 млрд евро
- 19 апреля Размещение гособлигаций Испании с погашением в 2014 и 2022 годах.
Размещение гособлигаций Франции с погашением в 2014, 2015 и 2017 годах, а также госбумаг I/L с погашением в 2018 году.
Размещение 5-летних TIPS на 16 млрд долл.

Макроэкономические события

- 17 апреля CPI за март по ЕС
Индекс настроений в деловых кругах Германии и ЕС за апрель от ZEW
Статистика новыхстроек и полученных разрешений на строительство за март в США
Динамика промышленного производства в США за март
- 19 апреля Индекс потребительского доверия в ЕС за апрель от Ifo
Статистика вторичных продаж недвижимости в США за март
Индекс опережающих экономических индикаторов в США за март

Корпоративные события

- 19 апреля X5: финансовые результаты, 2011 г., МСФО
Северсталь: финансовые результаты, 2011 г., МСФО
СИТРОНИКС: финансовые результаты, 2011 г., US GAAP
НЛМК: производственные результаты, 1 кв. 2012 г.
- 20 апреля ФСК: финансовые результаты, 2011 г., МСФО

Денежный рынок

- 20 апреля Уплата трети НДС за I кв 2012 года

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Новости коротко

Макроновости

- Согласно ожиданиям главы МВФ, К. Лагард, **необходимость увеличения ресурсов Международного валютного фонда**, которые могут быть направлены на борьбу с европейским кризисом, будет доминирующей темой весенних сессий МВФ, запланированных на 20-22 апреля в Вашингтоне. В конце прошлой недели К.Лагард заявила, что рассчитывает на достижение «реального прогресса» по этому вопросу на ближайшей сессии. Страны - члены МВФ пока слабо реагируют на призывы Европы к увеличению ресурсов фонда, о готовности внести свой вклад пока заявили лишь Бразилия и Мексика.
- По данным Росстата, **промышленное производство в РФ** в марте 2012 года выросло по сравнению с тем же месяцем 2011 года на 2%, что значительно хуже ожиданий аналитиков. По сравнению с февралем рост составил 7%, с исключением сезонного и календарного факторов зафиксировано падение на 1,2%. Последний раз сопоставимое падение очищенного промпроизводства за месяц фиксировалось в феврале 2011 года (-0,9%). После этого было несколько месяцев, когда статистика показывала падение в пределах 0,1-0,3%. В первом квартале промпроизводство выросло на 4% к январю-марту 2011 года. Для сравнения: в марте 2011 года промышленность в годовом выражении выросла на 5,3%, в 1 квартале - на 5,9%. Очищенный рост к февралю в марте прошлого года составлял 1,6%.

Корпоративные новости

- ОАО «Мечел-Майнинг» (консолидирует горнодобывающий дивизион **группы «Мечел»**) продлило сроки кредитов ВТБ на 13,6 млрд рублей на три года - до 2015 года. Краткосрочные необеспеченные кредитные линии компании были открыты ВТБ в 2008 году, их срок позднее был ранее продлен до 2012 года. Предоставленные кредитные средства были использованы для финансирования операционной деятельности заемщиков. /Интерфакс/

Долговые рынки

- **СБ Банк (ООО)** исполнил оферту облигациям серии 04 объемом 1,5 млрд руб., выкупив 500,153 тыс. бумаг (33,3% выпуска) на сумму 500,153 млн руб. Также был выплачен НКД в сумме 452,188 тыс. руб.
- **Россельхозбанк** разместил на ММВБ облигации серии 16 объемом 10 млрд руб. Напомним, по итогам book-building было получено 32 заявки, а ставка купона была определена на уровне 8,55% годовых, что соответствует доходности 8,73% годовых к 3-летней оферте. Ориентир по ставке купона находился в диапазоне 8,4-8,6% годовых, ориентир по доходности к оферте – 8,58–8,78% годовых.
- **Россельхозбанк** установил в преддверии оферты (3 мая 2012 года) ставку 4-6 купонов по облигациям серии БО-06 объемом 10 млрд руб. на уровне 8,2% годовых, что соответствует доходности 8,37% годовых к погашению в конце октября 2013 года.
- Ставка 1 купона по итогам сбора заявок на 7-летние облигации **РОСНАНО** серий 04 и 05 общим объемом 20 млрд руб. установлена на уровне 8,6% годовых, что соответствует купонному доходу 42,88 руб. на одну ценную бумагу. Напомним, ставка каждого купона облигаций определяется как сумма значения инфляции за год и премии. Исходя из ставки 1 купона 8,6% годовых и годового значения инфляции 6,1%, премия для каждого купона составит 2,5% годовых.
- Сегодня на ММВБ в разделе «Перечень внесписочных ценных бумаг» начинаются торги облигациями **ОИЖК** серии 02 объемом 1,5 млрд руб. (фактически размещено 91,33% выпуска на сумму 1,37 млрд руб.).
- Сегодня на ММВБ в котировальном списке «В» начинаются торги облигациями **ЗАО «Банк Интеза»** серии 03 объемом 5 млрд руб.
- **Банк «Санкт-Петербург»** запланировал на 19-24 апреля road show евробондов. Напомним, что в конце марта текущего года зампред правления банка Константин Баландин заявлял, что не исключается выпуск субординированных долговых инструментов для возможного замещения выпуска субординированных еврооблигаций на 100 млн долл., погашаемых в 2017 году, call-опцион по которому наступает в июле 2012 года.
- Согласно заявлению вице-президента **Газпромбанка** Игоря Русанова, в этом году

планирует выпустить евробонды на 2 млрд долл. и рублевые облигации на внутреннем рынке на сумму 30 млрд руб.

- **Новороссийский Морской Торговый Порт (ВаЗ/ВВ-/-)** 25 апреля планирует открыть книгу заявок на биржевые облигации объемом 4 млрд руб., сроком обращения 3 года. Индикативная ставка купона 9,50-10%, что формирует доходность (9,73-10,25%).

Рейтинги и прогнозы

- Рейтинговое агентство Moody's сообщает, что продлило сроки пересмотра кредитных рейтингов более чем 100 европейских банков до мая. Moody's выразило уверенность, что к маю «будет получена и проанализирована вся необходимая информация», которая позволит более точно определить адекватные рейтинги банков». Ранее обнародовать итоги масштабного пересмотра рейтингов планировалось раскрыть до конца текущей недели (до 20 апреля).
- Standard&Poor's присвоило группе компаний **Ренова-СтройГруп** и двум ее облигационным выпускам РСГ-Финанс серий 01 и 02 долгосрочный корпоративный кредитный рейтинг на уровне «В-» со «Стабильным» прогнозом.

Получение рейтинга, безусловно, является положительной и долгожданной новостью для Ренова-СтройГруп. Напомним, ранее менеджмент сообщал об идущей работе с рейтинговыми агентствами, в том числе с S&P, главным условием получения рейтинговых оценок которых была конвертация займа от акционеров (на 290 млн долл.) в капитал компании. 23 декабря 2011 года данная операция была проведена, в результате которой долговая нагрузка группы ощутимо снизилась: по данным менеджмента, соотношение Чистый долг/EBITDA на конец 2011 года составило 3,8х против 5,8х по итогам 1 полугодия 2011 года.

Отметим, что после присвоения рейтинга облигационные выпуски РСГ-Финанс формально соответствуют требованиям Ломбарда ЦБ. Включение бумаг в данный список может повысить их привлекательность, особенно, если учесть их низкую ликвидность, а именно выпуска РСГ-Финанс 01 (УТР 11,68%/240 дн.). В то же время последние сообщения в СМИ о возможной покупке РСГ земель в С.-Петербурге на 1 млрд долл. за счет кредитных источников, что может привести к росту долговой нагрузки компании вновь до высоких уровней, скорее всего, окажет давление на котировки облигаций РСГ-Финанс.

(См. наш комментарий к покупке земель РСГ:

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

Главные новости

Неожиданное снижение промышленного производства в марте.

По данным Росстата, сезонно-сглаженный индекс промышленного производства снизился в марте на 1.6 % к февралю, при этом рост год к году составил всего лишь 2.0 %. Мы не находим удовлетворительных объяснений резким колебаниям индекса, и полагаем, что высокая волатильность ежемесячных данных Росстата (в феврале имел место столь же труднообъяснимый рост ИПП сразу на 1.6 %) может быть связана с несовершенством используемых методик.

Если же говорить о тренде, то он, на наш взгляд, остается неизменным – в 2012 году промышленный рост будет колебаться в пределах 3-4 %; наш годовой прогноз – 3.6 %.

Событие. В марте промышленное производство сократилось на 1.2 % к предыдущему месяцу с устраненной сезонностью; рост год к году составил всего лишь 2.0 %. В 1-м квартале рост промышленности составил 4.0 % в сравнении с аналогичным периодом прошлого года.

Индексы промышленного производства

	Янв.12	Фев.12	Март 12	Янв.-март 12
Индекс промышленного пр-ва *, % м/м	0.5	1.6	-1.2	-
Индекс промышленного пр-ва, % г/г	3.8	6.5	2.0	4.0
Обрабатывающая пром-ть, % г/г	4.8	6.3	2.4	4.4
Добывающие отрасли, % г/г	1.4	3.7	0.8	1.9

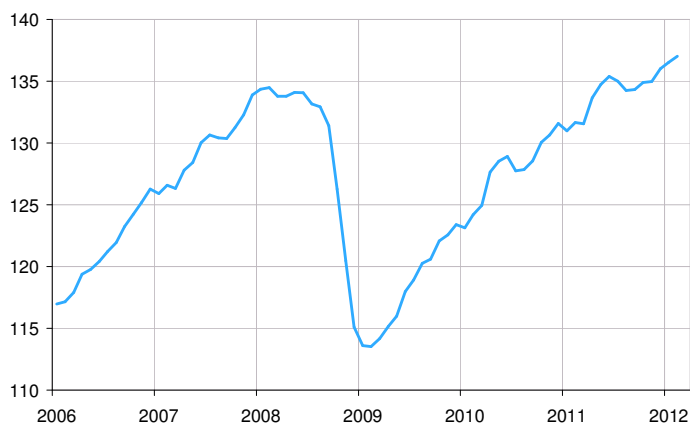
* - с устранением сезонного и календарного факторов

Источники: Росстат

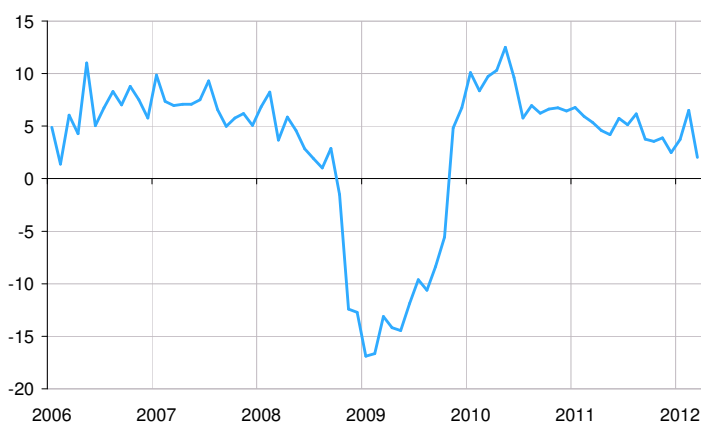
Комментарий. Снижение промышленного производства в марте носит труднообъяснимый характер, ничто не предвещало таких результатов. Так, согласно ранее опубликованным данным ЦДУ-ТЭК, добыча нефти в минувшем месяце обновила исторический рекорд, при этом рост среднесуточной добычи год к году увеличился с 1.3 % по итогам февраля до 1.6 % в марте. Если говорить про обрабатывающие отрасли, то их конъюнктура в лучшей степени характеризуется индексом PMI mfg, который весь первый квартал находился практически на одном уровне 50.7-50.8 пунктов, сигнализируя пусть о слабом, но все-таки росте производства и отсутствии каких-либо резких колебаний конъюнктуры. Статистика же Росстата, напротив, свидетельствует о значительном изменении динамики промышленного выпуска в феврале (со знаком «плюс») и в марте (со знаком «минус»).

Мы полагаем, что волатильность месячных данных Росстата объясняется несовершенством методики (обращаем внимание, что сглаженный по 3 месяцам ИПП свидетельствует о достаточно ровной динамике производства), и надеемся в последующие месяцы увидеть возвращение индекса промышленного производства к прежнему тренду, который в текущем году, по нашим оценкам, будет характеризоваться ростом в пределах 3-4 %. Наш годовой прогноз остается неизменным на уровне 3.6 %.

Индекс промышленного производства, с устранением сезонности сглаж. по 3 мес. (100 – ср. 2003)



Индекс промышленного производства, % год к году



Источники: Росстат, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Кирилл Тремасов**ФАС против увеличения Telenor доли в Vimpelcom Ltd.**

По сообщению Интерфакса, ФАС РФ готовит исковое заявление о признании недействительной сделки по покупке Telenor 11,3% голосующих акций VimpelCom Ltd. По нашему мнению, максимум, что может грозить Telenor в этот раз, это возврат акций их прежним владельцам, а потому и реакция рынка на данные сообщения может быть гораздо более сдержанной.

Событие. По сообщению Интерфакса со ссылкой на газету Известия, ФАС готовится оспорить действия Telenor по увеличению доли в VimpelCom Ltd. Ведомство считает, что Telenor увеличил свою долю в VimpelCom Ltd., материнской

компании российского ВымпелКома, с нарушением закона об иностранных инвестициях.

Комментарий. В последнее время Telenor совершил две сделки с акциями VimpelCom Ltd. С начала он купил 234 млн (или 11,3% от УК) привилегированных акций у Н.Савириса, а затем еще 65 млн обыкновенных акций (3,2% от УК) у JP Morgan.

Согласно закону любые действия, ведущие к установлению контроля над стратегическими предприятиями (к коим относится и российское подразделение Вымпелкома), либо покупка пакета, свыше 5% голосующих акций в нем, должны осуществляться с уведомлением и с согласия с правительственной комиссии по контролю за иностранными инвестициями. Сделки, совершенные с нарушением законодательства, признаются ничтожными и подлежат расторжению. По сообщению газеты, Федеральная антимонопольная служба готовит искомое заявление о признании недействительной сделки по покупке компанией Telenor 11,3% голосующих акций VimpelCom Ltd. Служба также направила в правительство письмо с предложением включить вопрос об отмене сделок в повестку заседания комиссии по иностранным инвестициям.

ФАС могли насторожить планы Telenor по завершении указанных сделок увеличить свое представительство в совете директоров VimpelCom Ltd.: расширить его состав с 9 до 11 человек; увеличить свою долю с 3 до 4 представителей; и ввести в его состав Н.Савириса, у которого и был куплен 11%-й пакет акций. ФАС, скорее всего, будет трактовать эти планы как попытку установить контроль над одним из органов управления материнской компанией, что в свою очередь приведет к установлению контроля Telenor и над российским подразделением VimpelCom Ltd.

Как мы и предполагали ранее, попытки пересмотра состава совета директоров наверняка столкнутся с сопротивлением другого крупного акционера. Поэтому данная сделка, по нашему мнению, лишь начало нового этапа в непростых отношениях между основными акционерами компании.

Мы считаем, что в данный момент, максимум, что может грозить Telenor, это возврат 11,3% акций Н.Савирису и 3,1% пакета акций банку JP Morgan. Причем, возврат вполне может быть оформлен как TRS (Total Return Swap), от которого Telenor как раз и пытался избавиться. Помимо определенных финансовых расходов на выполнение условий TRS, это никак не должно ухудшить положение Telenor. С увеличением же состава совета директоров, наверное, придется повременить. Однако по сравнению с предыдущий историей попытки ареста акций Telenor тогда еще в «российском» ВымпелКоме, этот эпизод несет для компании меньше рисков, а потому и реакция рынка на него может быть более сдержанной.

Евгений Голосной

НМТП (ВаЗ/ВВ-/-): отчетность за 2011 го в преддверии размещения нового выпуска.

Результаты за прошлый год подтверждают неоднозначность, для кредитного профиля НМТП, сделки по покупке Приморского порта. Несмотря на рост выручки на 65%, операционный денежный поток остался практически на уровне прошлого года, а чистая прибыль снизилась более чем в три раза.

Событие. Вчера группа НМТП опубликовала результаты за 2011 года по МСФО.

Комментарий. Факт публикации отчетности перед размещением рублевых облигаций усиливает интерес к результатам компании. Отметим, что прошлый год был богат на события. Во-первых, состоялась сделка по вхождению Приморского торгового порта в состав группы, что повлекло за собой рост обязательств, и пока не дало роста маржи компании. Во-вторых, изменение структуры собственников - в начале года новыми мажоритарными собственниками НМТП стали «АК Транснефть» и российская инвестиционная группа «Сумма Капитал». Они владеют 50,1% НМТП через холдинговую компанию. Переходя к финансовым результатам, отметим, что компании удалось в течении года несколько сгладить влияние сделки по покупке ПТП на кредитный профиль. Помимо прочего, поддержку Группе оказало снятие эмбарго на экспорт пшеницы. Если рассматривать основные показатели, то за год выручка выросла на 65,2% до 1 млрд долл. Здесь надо учитывать, что за

2010 года результаты ПТП не учитываются. В части нормы прибыли имеет место весомое снижение маржи. Так, EBITDA margin снизилась с 65,5% до 52,4%. Таким образом, сделка пока не дает положительного эффекта на деятельности группы. Главным негативным моментом мы считаем, что операционный денежный поток вырос всего на 3% при том, что обязательства НМТП выросли за год с 321 млн долл. до 2,5 млрд. Соотношение Debt/EBITDA по итогам года составило 4,6х. Отметим, что по результатам 1 полугодия 2011 года метрика была 5,7х, что говорит о довольно положительном тренде. Как мы понимаем, менеджмент готов и дальше сокращать обязательства. Несколько смягчающим фактором высокого долга выступает то, что обязательства представлены преимущественно кредитом Сбербанку в размере 2 млрд долл.

Рекомендации в отношении запланированного займа мы готовы будем дать после завтрашней встречи с представителями группы.

млн долл.	НМТП		
	2010	2011	Изм.
Выручка	635	1 050	65
Операционный денежный поток	310	320	3
Свободный денежный поток	338	-1 852	-649
EBITDA	416	550	32
Чистая прибыль	252	76	-70
% расходы	30	145	376
Активы	1 383	3 833	177
Денежные средства и их эквиваленты	265	128	-52
Финансовый долг, в т.ч.:	321	2 506	680
долгосрочный	305	2 114	592
краткосрочный	16	392	2 368
Чистый долг	56	2 379	4 125
Рентабельность EBITDA	65,5%	52,4%	13 п.п
Рентабельность по чистой прибыли	39,7%	7,2%	32 п.п
Фин.долг/EBITDA	0,77	4,55	3,78
Чистый долг/EBITDA	0,14	4,32	4,19
EBITDA/% расходы	13,68	3,80	-9,88
Фин. долг/Активы	23,2%	65,4%	42,2 п.п

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа
Игорь Голубев

X5 вновь возвращается к покупкам: подана заявка в ФАС на сибирскую сеть Холидей.

Данная сделка позволит X5 обозначить свое присутствие в Сибири и начать активную экспансию в регионе, добавить более 7% выручки и торговых площадей. В то же время вновь возрастают риски увеличения и так высокой долговой нагрузки X5 из-за возможного привлечения финансирования сделки и консолидации долга сибирской сети. Новость может оказать давление на котировки бондов X5 и Копейки, но в большей степени на бумаги последней в силу их большей ликвидности.

Событие. Сегодня газета «Коммерсантъ» сообщает, что X5 Retail Group может купить 20-ю по величине выручки продуктовую сеть «Холидей Классик», включающую 219 магазинов в Сибири общей площадью свыше 129 тыс. кв. м. Региональная сеть может обойтись X5 более чем в 500 млн долл. с учетом примерно 200 млн долл. долга.

Вчера X5 подала ходатайство в ФАС на покупку 12 юридических лиц, входящих в новосибирскую группу Холидей Классик. В том числе компания просит одобрить приобретение до 100% компаний H.S.R. Holiday Siberiada Retailing Group Ltd (по данным СПАРК-Интерфакс, ей принадлежит 99,92% головного ООО «Компания Холидей») и Fillmark Investments Ltd (владеет остальными 0,08%).

Комментарий. X5, завершив интеграцию приобретенной в прошлом году сети Копейка, вероятно, вновь решила следовать по своему традиционному пути расширения бизнеса через покупки. Отметим, что органичное развитие сети X5 не

особо удается: по итогам 1 кв. 2012 г. (в период отсутствия крупных приобретений) рост продаж X5 («+4,4%» до 116,9 млрд руб.) был заметно ниже отраслевого, в том числе и в сравнении с Магнитом («+34,1%» до 100,6 млрд руб.), у которого органичное открытие магазинов поставлено «на поток».

Скорее всего, у X5 не возникнут сложности с получением одобрения сделки ФАС, поскольку по своей географии бизнес ритейлера главным образом сосредоточен в Центральной и Северо-Западной части страны (около 75% продаж сети) и практически самостоятельно не представлен в Сибири. X5 сможет за счет приобретения увеличить количество магазинов сети на 7% до 3,358 тыс. (по итогам 1 кв. 2012 г. было 3,139 тыс.) и расширить торговую площадь на 7,3% до 1,899 млн кв. м. (против 1,770 млн кв. м.).

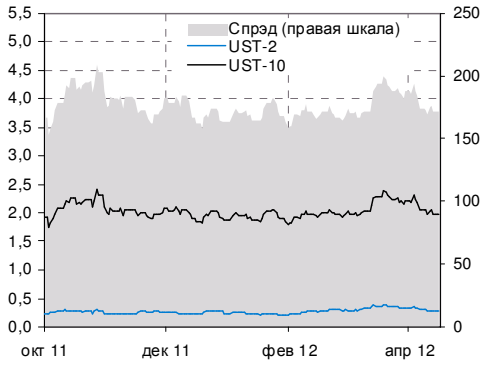
Что касается финансовой стороны сделки, то данная покупка может добавить X5 свыше 850 млн долл. выручки (ее размер по итогам 2010 г.), что составляет более 7% продаж сети. Но при этом реализация сделки может потребовать от X5 привлечения финансирования (имелись открытые кредитные линии на 1,9 млрд долл.), поскольку по итогам 9 мес. 2011 г. на счетах компании было только 126 млн долл., что может привести росту долговой нагрузки ритейлера, также как и консолидация долга Холлидей Классик (около 200 млн долл.). Вместе с тем, напомним, что после сделки с Копейкой у X5 долговая нагрузка сохранялась на высоком уровне: соотношение Долг/ЕБИТДА на конец сентября 2011 г. было 3,5х. Мы считаем, что, если новой сделке будет дан «зеленый свет», то риски увеличения долговой нагрузки X5 возрастают, однако некритично в силу небольшого масштаба сделки (Долг/ЕБИТДА может возрасти до 3,6-3,8х, исходя из отчетности за 9 мес. 2011 г.), тогда как ожидаемый экономический эффект от покупки может потребовать времени. Вместе с тем, следует дождаться более полной информации о параметрах сделки.

Данная новость, на наш взгляд, может оказать давление на котировки облигаций X5 и Копейки, но учитывая, что облигации последней более ликвидные, реакция в них вероятнее.

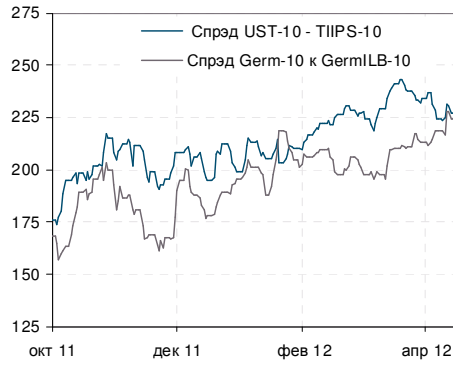
Александр Полюттов

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

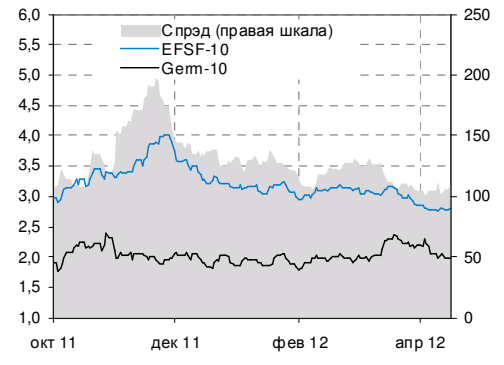
Казначейские обязательства США 2-летн. и 10-летн.



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



10-летние бумаги Германии и EFSF-10



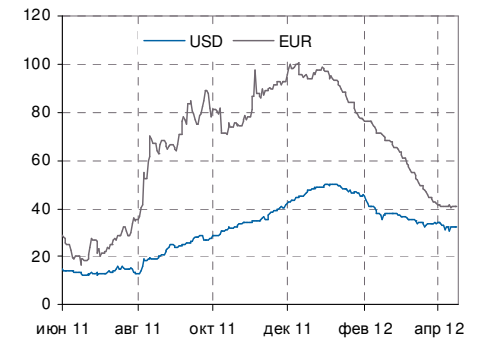
Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

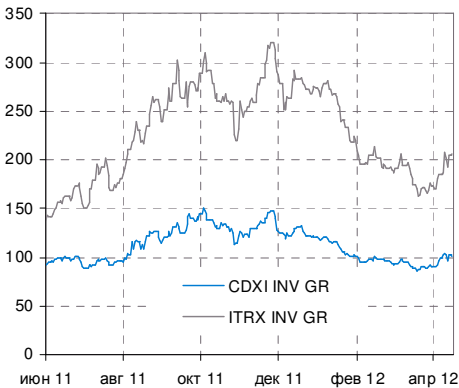


Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

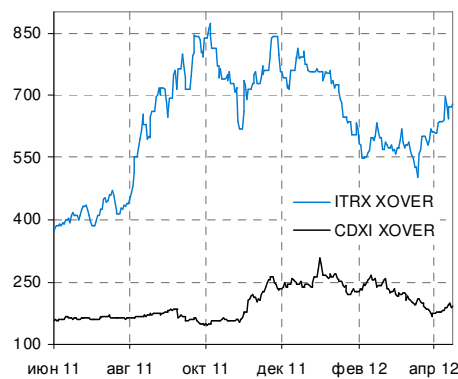


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

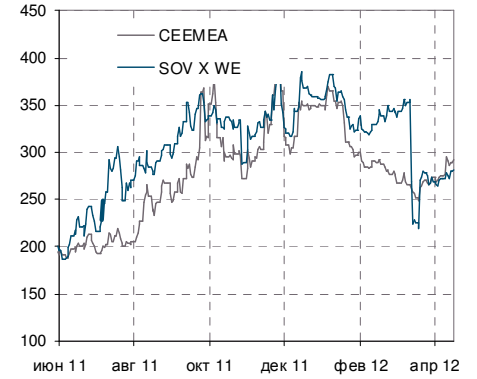
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX /Cross-Over

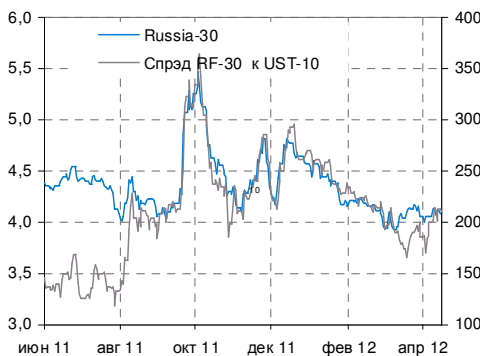


ITRX / Governments

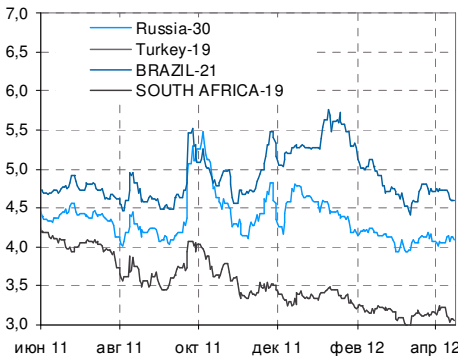


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

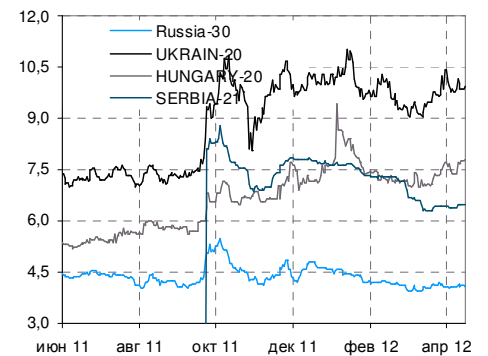
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

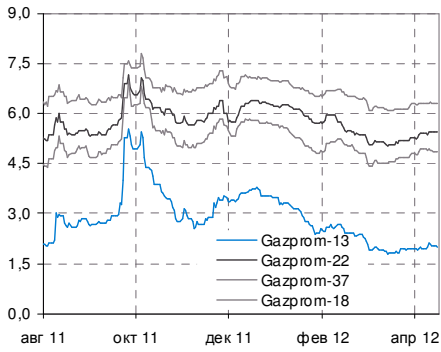


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

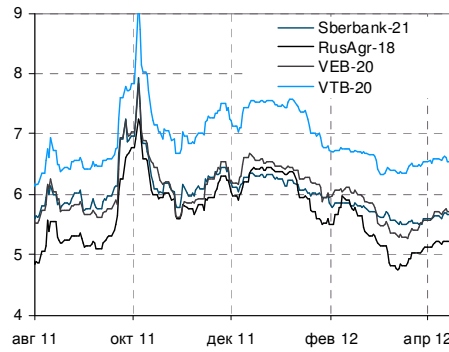


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

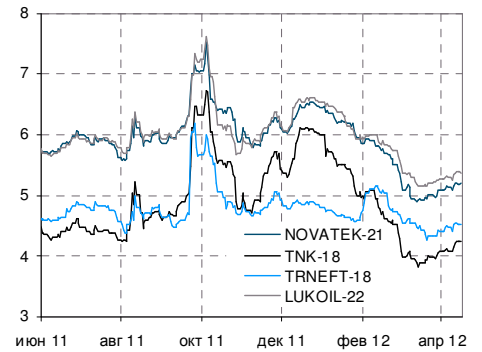
Еврооблигации Газпрома



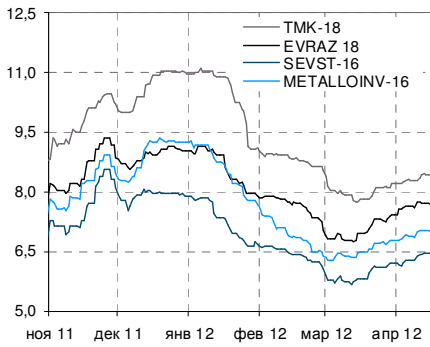
Евробонды госбанков



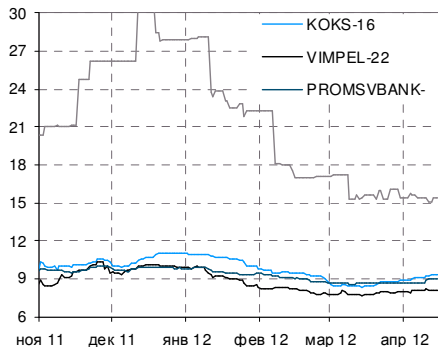
Еврооблигации нефтегазового сектора



Еврооблигации металлургического сектора



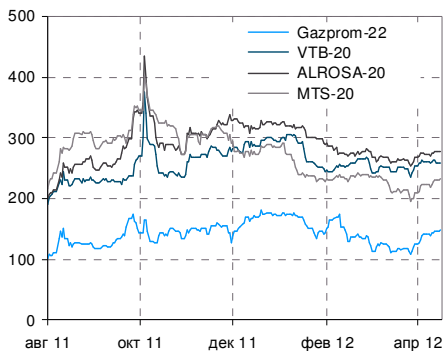
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



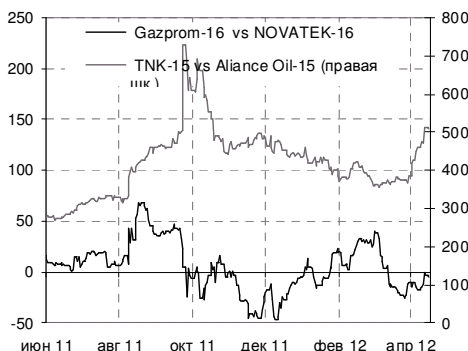
Еврооблигации, номинированные в рублях



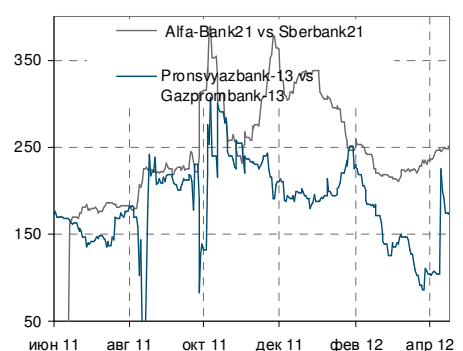
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

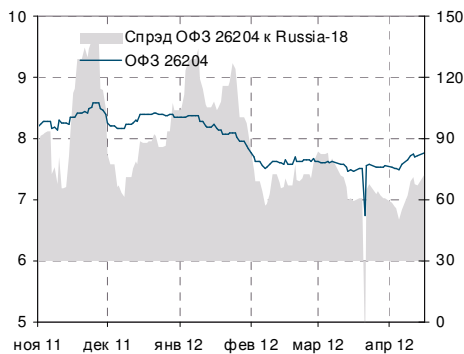


Спрэды в банковском секторе

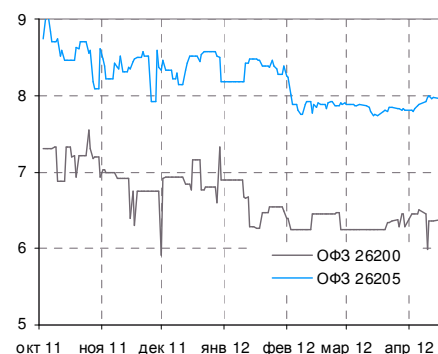


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

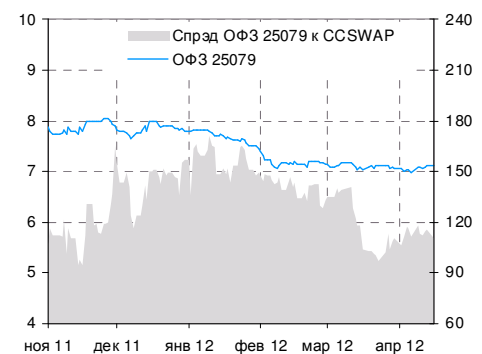
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

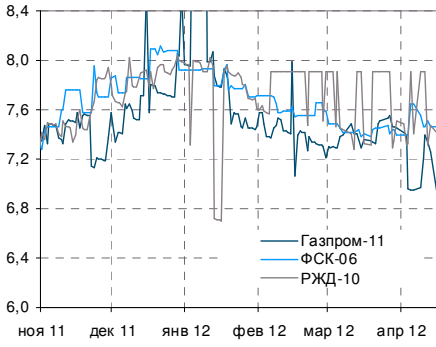


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

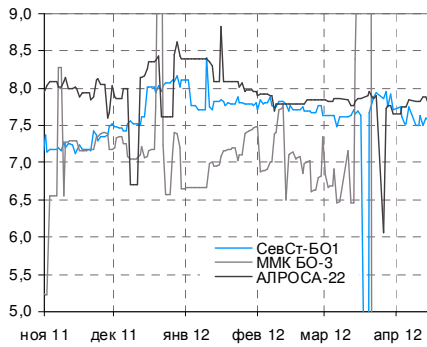


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

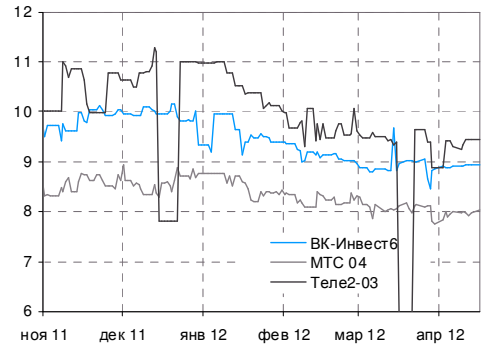
Доходности российских монополий



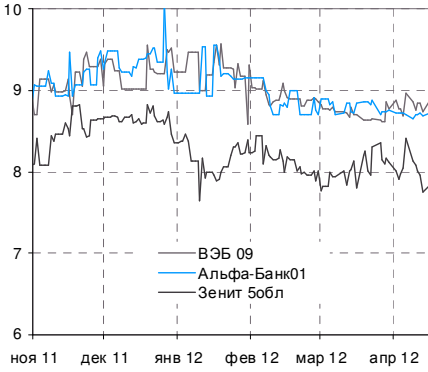
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



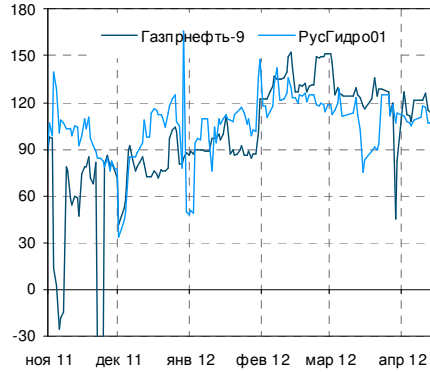
Доходности "Телекоммуникации"



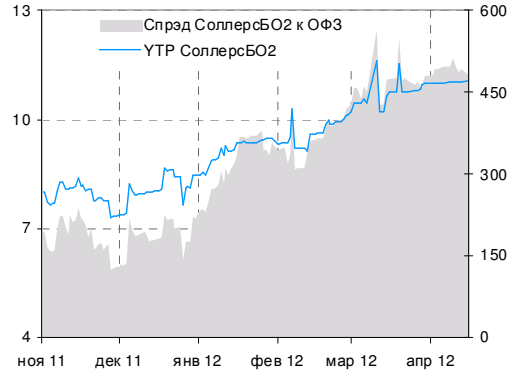
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

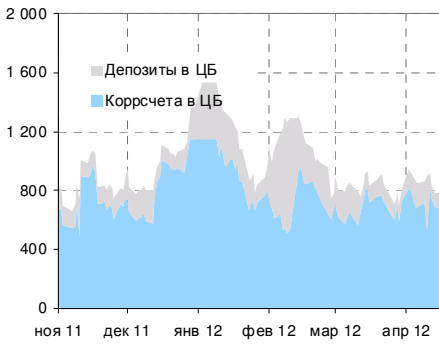


Облигации с текущей доходностью выше 10%

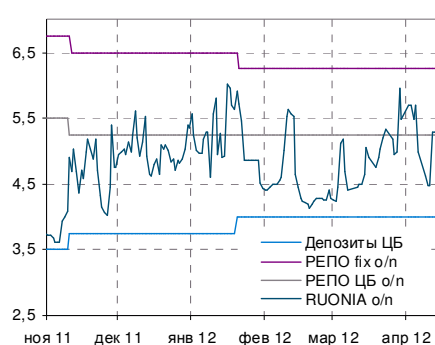


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Динамика депозитов и остатков на корсчетах



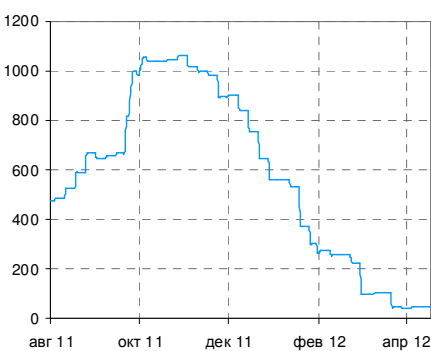
Динамика ставок денежного рынка



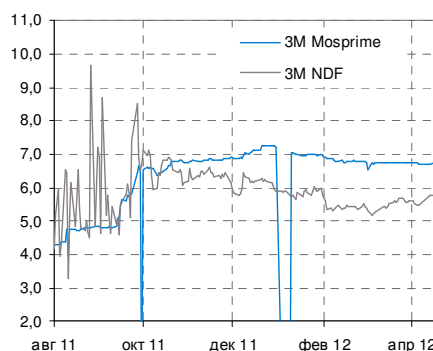
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



Динамика задолженности по депозитам Минфина



3M Mosprime и ставка NDF



Динамика валютного курса



Аналитический департамент

Тел. (495) 797-32-48

Факс. (495) 797-52-48

research@nomos.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Нефть и газ

Денис Борисов

Borisov_DV@nomos.ru

Металлургия

Юрий 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.