

## Конъюнктура рынков

### Внешние рынки

Ситуация на глобальных площадках пока существенно не меняется в лучшую сторону. Напротив, спрос на рискованные активы сохраняется очень слабым, хотя участники рынка предпринимают попытки не игнорировать более-менее комфортные макроотчеты. Дополнительно усилили негатив заявления ЕЦБ о приостановлении операций с отдельными греческими банками. Без оптимизма восприняли участники рынка и протокол последнего заседания FOMC.

### Российские еврооблигации

В среду негативные настроения в сегменте евробондов сохранялись. По-прежнему участники весьма остро реагируют на новости с внешних площадок, в частности, по Греции. Вместе с тем, они стараются не игнорировать и позитивные «импульсы»: довольно сильная американская статистика обеспечила возможность для того, чтобы частично нивелировать отрицательные переоценки.

### Рублевые облигации

Для рублевых облигаций негативный внешний фон остается серьезной причиной, ограничивающей покупательскую способность. Но списывать только на это неправильно, в силу того, что и внутренняя обстановка совсем не благоприятствует укреплению спроса.

### FX/Rates

Национальная валюта продолжает резко реагировать на изменение внешней конъюнктуры. Инвесторы по-прежнему пытаются «уйти» от риска.

### Наши ожидания

В четверг настроения на внешних площадках сохраняются негативными, хотя отчет по ВВП Японии за 1 квартал, оказавшийся лучше прогнозов, способен добавить оптимизма. Во всяком случае, азиатским площадкам он помог перейти к положительным переоценкам. В то же время поводов для оптимизма в Европе пока не наблюдается. Сегодня в Греции будут проходить парламентские выборы, и инвесторы, судя по всему, предпочтут дождаться их результатов, прежде чем переходить к каким-то активным действиям. В части макроданных сегодня основной поток из США, где помимо недельного отчета по безработице интересны данные по индексу опережающих экономических индикаторов за апрель.

Для российских еврооблигаций пока нет поводов для восстановления котировок. В рублевом сегменте также, как мы полагаем, сохранится негативный тренд.

Локальный валютный рынок, сегодня, скорее всего, не продемонстрирует принципиальных изменений. Даже, несмотря на то, что ликвидность банковской системы потеряла

#### Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	4,24	8
CDS России	235	9
MOSPRIME o/n	5,96	29
NDF 3M	6,62	27

	значение	изм
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	655,5	-356
Остатки на депозитах, млрд руб.	81,5	15
Доллар / рубль (ЦБ), руб	31,00	-0,03
Корзина (ЦБ), руб	34,83	0,40

#### Динамика доходности Russia-30



#### Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3M	0,47	0,1
ERIBOR 3M	0,69	-0,2
EUR/USD	1,27	
UST-10	1,76	-1
Германия-10	1,47	0
EFSF-10	2,78	1
Италия - 10	5,82	13
Испания - 10	6,27	7
Португалия-10	11,44	29
CDS 5Y Ирландия	664	11
CDS 5Y Португалия	1138	32
CDS 5Y Италия	506	4
CDS 5Y Испания	538	-8

#### Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	742,0	6
iTRAXX CEEMEA 5Y	313,3	3
iTRAXX SOVX WE 5Y	302,5	4

#### Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 25075	7,06	1
ОФЗ 26205	8,27	15
ОФЗ 26207	8,24	1
Газпром-11	7,37	-81
РЖД-10	7,87	13
ФСК-6	7,67	0
РусГидро-1	8,63	0
МТС-04	8,28	11
Вк-Инвест6	9,19	26
Северсталь-БО1	7,88	3
ВЭБ-09	8,86	0
Альфа-Банк01	8,94	0

#### Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	7,08	-1
Gazprom-37	6,33	-1
Sberbank-21	5,73	-1
AlfaBank-21	8,26	2
Evraz-18	8,22	1
Vimpel-22	8,51	-4
TNK-BP-18	4,83	0

порядка 30%, а на следующей неделе банкам предстоят расчеты по НДС, НДСП и акцизам, экспортеры в связи с нестабильной внешней конъюнктурой, по всей видимости, не будут спешить с трансформацией валютной выручки.

## Главные новости

### **ВЭБ (Ваа1/ВВВ/ВВВ): первичное размещение.**

Выпуск, на наш взгляд, смотрится неинтересно как по сравнению с еврообондами ВЭБа.

### **Понижение рейтинга Банка Интеза.**

Понижение рейтинга было ожидаемым после движения в оценках материнской структуры. Сейчас бумаги ЮниКредит Банка смотрятся интереснее.

### **Fitch понижает прогноз рейтинга ММК со «Стабильного» на «Негативный».**

Риски снижения рейтинга мы считаем довольно низкими, особенно учитывая, что в этом году объем капитальных затрат будет существенно ниже предыдущих годов.

### **Акрон сделал предложение о покупке польской Azoty Tarnow.**

Акрон вчера сделал официальное предложение о покупке польской Azoty Tarnow. Сделка, которая на первом этапе может стоить \$440 млн., оценивает польскую компанию по коэффициенту EV/EBITDA около 3.0 и, на наш взгляд, не выглядит дорогой и смотрится стратегически обоснованной. Однако отношение рынка к европейской покупке в разгар финансового кризиса в регионе может быть неоднозначным.

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

## Рыночная конъюнктура

### Внешние рынки

Ситуация на глобальных площадках пока существенно не меняется в лучшую сторону. Напротив, спрос на рискованные активы сохраняется очень слабым, хотя участники рынка предпринимают попытки не игнорировать более-менее комфортные макроотчеты. Дополнительно усилили негатив заявления ЕЦБ о приостановлении операций с отдельными греческими банками. Без оптимизма восприняли участники рынка и протокол последнего заседания FOMC.

Глобальные площадки остаются под давлением «греческого фактора»: опасений реализации весьма негативного сценария дальнейшего развития событий – выхода Греции из зоны евро и непредсказуемости объема убытков, которые могут понести инвесторы вследствие этого. Наряду с этим весьма напряженной сохраняется ситуация на сырьевых площадках, что только усугубляет осторожность отношения к рискованным активам. Вчерашнее выступление главы ЕЦБ не принесло какой-то дополнительной ясности по части тактики регулятора при текущей ситуации, а новость о приостановлении операций с отдельными греческими банками была воспринята крайне негативно.

Европейский долговой сегмент испытывает на себе панические настроения – доходности госбумаг Италии и Испании вчера выросли (по 10-летним бондам на 13 б.п. до 5,82% и 7 б.п. до 6,27% соответственно).

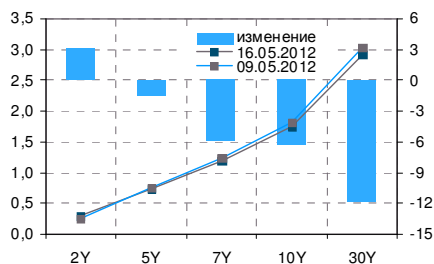
При этом результаты вчерашнего размещения новых французских обязательств можно считать вполне комфортными: план по размещению обязательств на 8 млрд евро выполнен полностью, при этом доходности сложились ниже, чем на предыдущих апрельских аукционах. В частности, доходность бумаг с погашением в сентябре 2014 года составила 0,74% годовых по сравнению с 0,85% на предыдущем аукционе, проходившем 19 апреля. Спрос на эти облигации превысил предложение в 2,97 раза, тогда как в апреле переподписка составляла 2,29 раза. Двухлетних бондов было размещено на 2,505 млрд евро. По 5-летним бумагам доходность составила 1,72% годовых против 1,83% на апрельском аукционе. Спрос на облигации с погашением в феврале 2017 года превысил предложение в 2,04 раза (2,69 раза на предыдущем аукционе), объем размещения составил 3,651 млрд евро.

Добавила позитива рынкам американская макростатистика, отразившая рост промышленного производства в апреле на 1,1% при ожидании 0,6%, а также позитивную динамику в сегменте первичного строительства. Вместе с тем, публикация протокола апрельского заседания FOMC от 24-25 апреля нивелировала оптимизм – регулятор сохраняет консервативность в оценках восстановления экономики и не исключает необходимости реализации стимулирующих мер при ослаблении темпов роста.

При текущей обстановке доходности UST остаются на минимумах – по 10-летним около отметки 1,76% годовых.

Международный валютный рынок после сильно снижения накануне наконец-то начал демонстрировать небольшую стабилизацию. По всей видимости, инвесторы начали понемногу переоценивать текущие риски, связанные с Грецией. При этом пара EUR/USD в ходе вчерашних торгов находилась в диапазоне 1,268x -1,2757x. Следует отметить, что уровень 1,268x, достигнутый валютной парой в последний раз инвесторы могли наблюдать в середине января текущего года, когда Греция рассматривала вопрос о реструктуризации задолженности. Поводом для усиления позиций евро против доллара США стали вполне позитивные представленные данные о торговом балансе Италии за март, который впервые с начала года оказался положительным и составил 2,06 млрд евро при прогнозе «-1,11 млрд евро». Кроме того, вчера были опубликованы данные об индексе потребительских цен Еврозоны.

Кривая доходности гособлигаций США



Примечательно то, что проведенные ЕЦБ аукционы ELTO, существенно не повлияли на рост инфляции в регионе, что позволяет предполагать о возможном дополнительном выделении ресурсов от регулятора в случае необходимости. Блок статистики из США продемонстрировал рост промышленного производства, а также увеличения коэффициента загрузки промышленных мощностей. Однако опубликованный протокол предыдущего заседания FOMC содержал информацию о готовности в случае необходимости приступить к смягчению монетарной политики. На наш взгляд, текущие тенденции в экономике США, а именно сокращение уровня безработицы, а также рост промышленного производства являются лишь следствием ранее проведенных раундов количественного смягчения. В тоже время рынок недвижимости по-прежнему находится не в самом лучшем состоянии.

*Ольга Ефремова*  
*Алексей Егоров*

## Российские еврооблигации

*В среду негативные настроения в сегменте евробондов сохранялись. По-прежнему участники весьма остро реагируют на новости с внешних площадок, в частности, по Греции. Вместе с тем, они стараются не игнорировать и позитивные «импульсы»: довольно сильная американская статистика обеспечила возможность для того, чтобы частично нивелировать отрицательные переоценки.*

Торговая сессия среды характеризовалась уже устойчиво закрепившимися пессимистическими настроениями, а также возросшей внутрисуточной волатильностью. С открытием участники рынка продолжали отыгрывать негативные новости по Греции, что выразилось довольно весомым «гэпом» вниз в первых котировках. В течение дня давление внешнего фона несколько ослабевало. Так, появление покупателей было заметно в середине дня, а также с выходом довольно позитивной американской статистики. Вместе с тем, заявление о том, что ЕЦБ приостанавливает денежно-кредитные операции в отношении ряда греческих банков, стало причиной очередной волны sale-off.

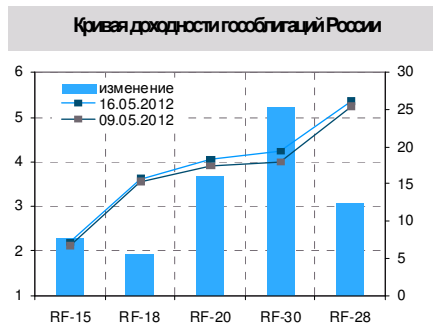
Так, в сегменте суверенного долга мы наблюдали негативное открытие с «гэпом» на 75 б.п. до 118,125% (YTM 4,25%), при этом минимумом дня были котировки у отметки 117,625% (YTM 4,33%). К закрытию бонд восстановился до 118,75% (YTM 4,15%).

В части выпусков Russia-42, Russia-20 и Russia-22 можно констатировать общую динамику: потерю порядка 1,5% при открытии (по первому выпуску в силу его значительной дюрации, а по остальным по причине меньшей ликвидности) и последующее плавное восстановление котировок, обеспечившее по итогам дня отрицательную переоценку в пределах 50 б.п. по среднесрочным бумагам, и котировки на уровне, близком значениям вторника, по Russia-42.

В негосударственном секторе начало дня сопровождалось более агрессивным снижением котировок. Так, по длинным бумагам ВымпелКома потери составляли порядка 2%, на уровне 1% - 1,5% была переоценка в бондах Евраз, Металлоинвеста, Кокса, ТНК, Системы, Распадской, ВТБ, ВЭБа, Газпрома. К концу дня провал удалось частично нивелировать: по выпускам ВымпелКома отрицательная переоценка по итогам среды составила порядка 1%, по остальным позициям восстановление было не столь ощутимым. В среднем котировки остались на 50-100 б.п. ниже уровня предыдущего закрытия. При этом в списке «аутсайдеров» оказались бумаги Кокса, а также длинные выпуски Газпрома и ТНК.

В целом, «лучше рынка» оставались новые бонды GPB-17 (YTM 5,7%), которые фактически не теряли в цене.

Из наиболее ярких ценовых движений отметим мощный утренний sale-off по выпуску Sberbank-22, минимум дня по которому зафиксирован у



отметки 100% («-2%» от предыдущих уровней). При этом к концу дня выпуск смог восстановиться в цене. Также под давлением негатива оказались бумаги НК Альянс (выпуск Vostok-15), которые после новостей о возможной остановке Хабаровского НПЗ дешевели до 99% от номинала. К концу дня цены отчасти восстановились, но все равно выпуск можно было купить существенно дешевле, чем во вторник.

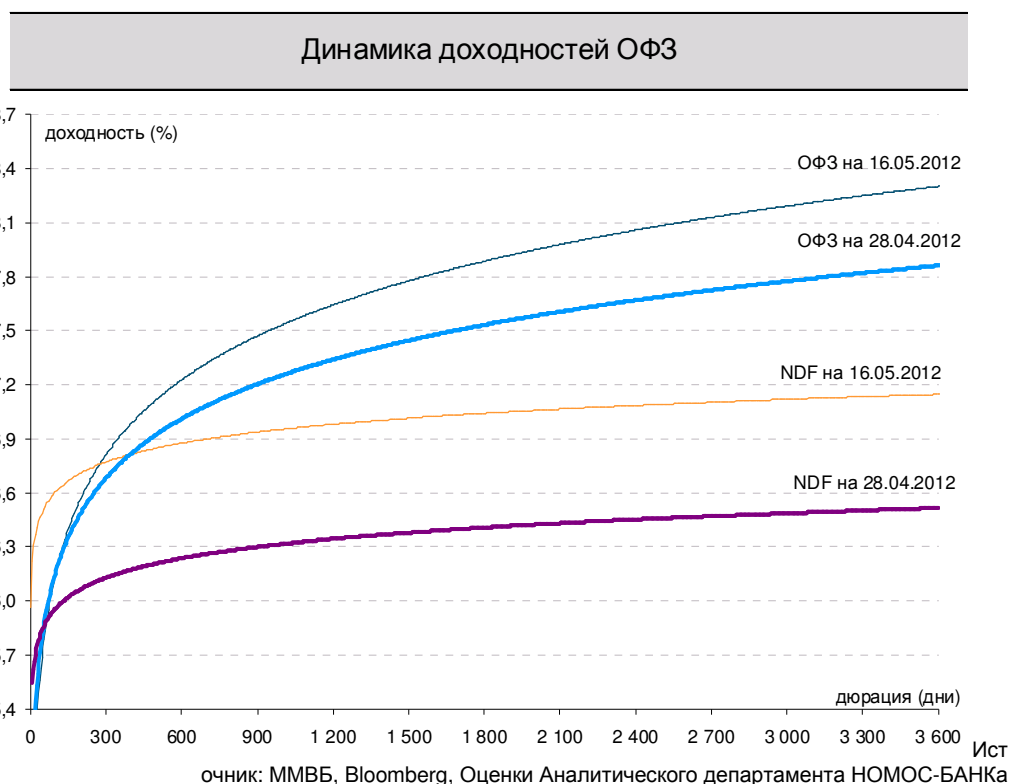
*Ольга Ефремова*

## Рублевые облигации

*Для рублевых облигаций негативный внешний фон остается серьезной причиной, ограничивающей покупательскую способность. Но списывать только на это неправильно, в силу того, что и внутренняя обстановка совсем не благоприятствует укреплению спроса.*

Вчерашние торги проходили в рамках негативного сценария, преобладающего с начала текущей недели. Предсказуемо не нашлось спроса на предложение Минфина – аукцион по 25079 признан несостоявшимся по причине отсутствия заявок на покупку.

В целом по сегменту госбумаг по-прежнему ощущалось давление продавцов, которые сдвинули котировки выпусков серий 26204, 26205, 26206, 26207 и 26208 на 60 -100 б.п. вниз. По более коротким выпускам серий 25076, 25077, 25078, 25079 переоценка составляла вчера 20-30 б.п. Таким образом, можно говорить о том, что суверенная кривая по доходности сдвинулась вверх с начала мая уже на 30 б.п. вверх на дюрации 2,5-3 лет, а на длинном отрезке – на 50 б.п. В целом, можно констатировать, что доходности длинных ОФЗ уже фактически вернулись на уровень начала февраля текущего года.



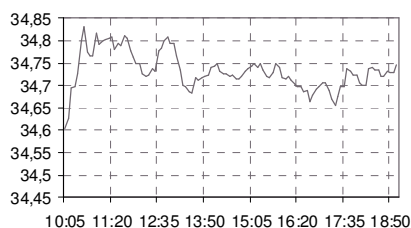
В негосударственных выпусках переоценки не столь ощутимы, вероятно, сказывается меньшая, чем в ОФЗ ликвидность. Вместе с тем, снижение котировок также продолжается и за вчерашний день оно варьировалось в диапазоне от 10 до 80 б.п. При наиболее серьезных оборотах теряли в цене выпуски ВымпелКома, МТС, Газпром нефти, Башнефти, ФСК, Русала.

*Ольга Ефремова*

## Forex/Rates

Национальная валюта продолжает резко реагировать на изменение внешней конъюнктуры. Инвесторы по-прежнему пытаются «уйти» от риска.

Динамика бивалютной корзины



Локальный валютный рынок при открытии вчерашних торгов продемонстрировал резкое ослабление позиций национальной валюты. Основным поводом для этого стало крайне негативное отношение инвесторов к риску, связанное с нестабильной ситуацией на международных площадках. Кроме того, нефтяные котировки продолжают демонстрировать понижающую динамику. При этом курс доллара вчера достигал 31,09 руб., а стоимость бивалютной корзины - 34,85 руб. Вместе с тем дальнейшего ослабления национальной валюты не произошло. Отсутствие ярко выраженной динамики валютной пары EUR/USD и удержание ее на уровне 1,272х позволили рублю закрепиться на занимаемых уровнях.

Сегодня ситуация на международных площадках не претерпела существенного изменения, однако сырьевой сегмент вновь демонстрирует негативную динамику. Причиной для снижения стоимости нефти стала публикация данных о росте коммерческих запасов в США. На наш взгляд, подобное событие не отразится на позиции рубля, так как основное внимание инвесторов все же сконцентрировано на ситуации в Европе.

Ликвидность банковской системы, согласно данным ЦБ, за вчерашний день сжалась на 341,8 млрд руб. до 737 млрд руб. Примечательно, что практически вся сумма (341,067 млрд руб.) была возвращена Банку России как сальдо от операций прямого РЕПО. Ставки денежного рынка продолжили расти. Так, MosPrime o/n составила 5,96% («+ 29 б.п.»).

*Алексей Егоров*

## Наши ожидания

В четверг настроения на внешних площадках сохранятся негативными, хотя отчет по ВВП Японии за 1 квартал, оказавшийся лучше прогнозов, способен добавить оптимизма. Во всяком случае, азиатским площадкам он помог перейти к положительным переоценкам. В то же время поводов для оптимизма в Европе пока не наблюдается. Сегодня в Греции будут проходить парламентские выборы, и инвесторы, судя по всему, предпочтут дождаться их результатов, прежде чем переходить к каким-то активным действиям. В части макроданных сегодня основной поток из США, где помимо недельного отчета по безработице интересны данные по индексу опережающих экономических индикаторов за апрель.

Для российских еврооблигаций пока нет поводов для восстановления котировок. В рублевом сегменте также, как мы полагаем, сохранится негативный тренд.

Локальный валютный рынок, сегодня, скорее всего, не продемонстрирует принципиальных изменений. Даже, несмотря на то, что ликвидность банковской системы потеряла порядка 30%, а на следующей неделе банкам предстоят расчеты по НДС, НДС и акцизам, экспортеры в связи с нестабильной внешней конъюнктурой, по всей видимости, не будут спешить с трансформацией валютной выручки.

*Ольга Ефремова*

*Алексей Егоров*

## Календарь событий

		Долговой рынок
17 мая	Размещение облигаций Якутии серии 35004 на 2,5 млрд руб.	
		Внешний долговой рынок
17 мая	Размещение гособлигаций Испании с погашением в 2015, 2016 годах.	
		Макроэкономические события
17 мая	Недельный отчет по безработице в США.	
		Корпоративные события
17 мая	X5: отчетность по МСФО 1 квартал 2012 года.	

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

## Новости коротко

## Макроновости

- По оценке Росстата, **инфляция в России** за период с 6 по 14 мая 2012 года составила 0,1%, с начала месяца - 0,2%, с начала года - 2,0% (в 2011 году с начала месяца - 0,3%, с начала года - 4,5%, в целом за май - 0,5%).
- На очередных аукционах по **размещению временно свободных средств государственной корпорации – Фонда содействия реформированию ЖКХ** на банковские депозиты банкам было предложено 3,3 млрд руб. сроком на 14 дней и 3,6 млрд руб. сроком на 21 день. В ходе размещения средств на 14 дней были поданы заявки на сумму 32,85 млрд руб. Минимальная ставка, указанная в заявках уполномоченных банков, составила 4,50% годовых, максимальная – 6,36% годовых. Ставка отсечения составила 6,11% годовых, средневзвешенная ставка по удовлетворенным заявкам - 6,15% годовых. Спрос на средства на 21 день составил 38 млрд руб. Минимальная ставка, указанная в заявках уполномоченных банков, составила 4,00% годовых, максимальная – 6,71% годовых, Ставка отсечения была определена на уровне 6,60% годовых, средневзвешенная ставка составила 6,69% годовых.

## Корпоративные новости

- В связи с требованием Ространснадзора РЖД не использовать одни цистерны как для светлых, так и для темных нефтепродуктов большинство НПЗ не могут в полном объеме вывести нефтепродукты потребителям. Данный запрет был введен после крушения ряда цистерн, которые по данным ведомства были вызваны тем, что в цистернах для светлых нефтепродуктов перевозились темные, что оказывало большую нагрузку на тележку вагонов. Вчера Роснефть, **ЛУКОЙЛ**, **Газпром нефть**, **ТНК-ВР** и **Башнефть** подготовили совместное письмо, в котором просят Игоря Левитина "до 1 августа продлить особые условия для перевозки темных и светлых нефтепродуктов в целях бесперебойного обеспечения конечных потребителей.
- *В наиболее тяжелом состоянии оказался Хабаровский НПЗ принадлежащий Alliance Oil. Так, в письме министру энергетики Сергею Шматко президент компании Мусса Бажаев пишет о том, что компания с 15 мая наполовину снизила загрузку Хабаровского НПЗ из-за невывоза готовой продукции по железной дороге. «Полная остановка предприятия из-за невозможности выгрузки мазута может произойти уже в ближайшие трое суток, что приведет к срыву обеспечения Дальневосточного региона моторными топливами». Отметим что большую часть выручки компания получает за счет непосредственно нефтепродуктов.*

## Долговые рынки

- Согласно заявлению Минфина, аукцион по размещению **ОФЗ выпуска 25079** признан несостоявшимся в связи с отсутствием заявок.
- Сегодня на ММВБ в разделе «перечень внесписочных ценных бумаг» начнутся торги облигациями **КБ «КОЛЬЦО УРАЛА»** серии 01 объемом 1 млрд руб. и **ОАО «МЕТКОМБАНК»** серии 01 объемом 2 млрд руб.
- **АКБ «Инвестторгбанк» (B2/-/-)** в преддверии оферты (1 июня 2012 г.) установил ставку 4-6 купонов по облигациям серии БО-01 объемом 2 млрд руб. на уровне 10,25% годовых, что соответствует доходности 10,51% годовых к погашению через 1,5 года.

*В целом, предложенный Инвестторгбанком уровень доходности смотрится неплохо на фоне бумаг банков рейтинговой группы «B1»/«B2» и, вероятно, владельцы облигаций предпочтут сохранить их в портфеле. В то же время достойную конкуренцию облигациям Инвестторгбанка могут составить бумаги на первичном рынке. В первую очередь, это касается предложения КБ Восточный (B1/-/-), который планирует в конце мая разместить биржевые облигации серии БО-04 объемом 3 млрд руб., предварительный индикатив доходности 10,11-10,65% годовых к оферте 1 год. Кроме того, сейчас открыта книга заявок (до 25 мая) на облигации СМП Банка (B3/-/-) серии 01 объемом 3 млрд руб., эмитент предлагает доходность 10,25-10,78% годовых к нестандартной по срочности полугодовой оферте. В той же рейтинговой категории (B3/-/-) маркетинг выпуска биржевых облигаций серии БО-05 объемом 1,5 млрд руб.*

сейчас проводит Меткомбанк (г.Череповец), предлагая доходность на уровне 11,30–11,83% годовых к оферте 1 год.

**Рейтинги и прогнозы**

- Рейтинговое агентство Moody's 16 мая 2012 года присвоило рейтинг «Baa1» облигациям АИЖК серий А21 и А22 объемом по 15 млрд руб.

**Главные новости**

**ВЭБ (Ваа1/ВВВ/ВВВ): первичное размещение.**

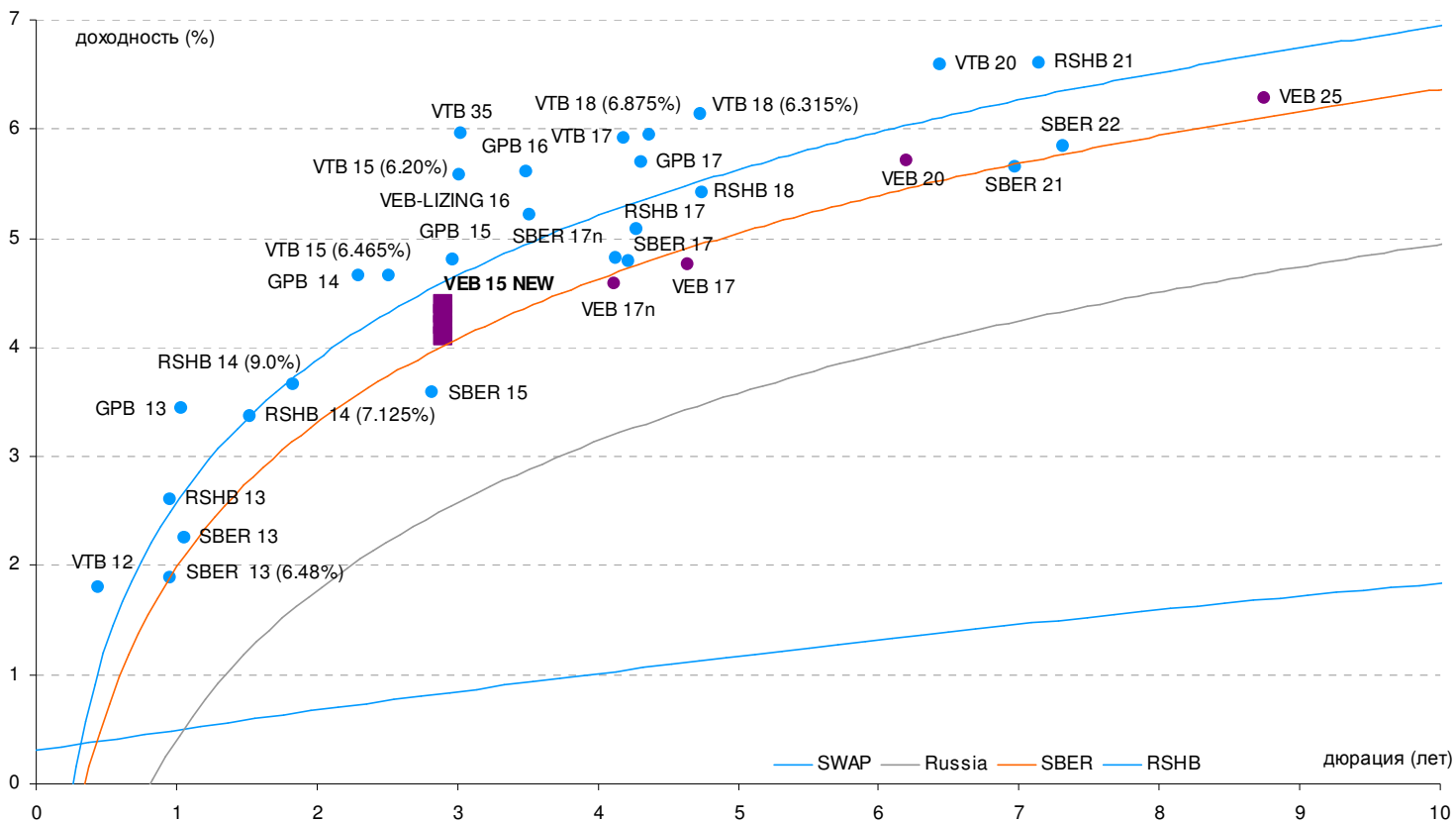
Выпуск, на наш взгляд, смотрится неинтересно как по сравнению с евробондами ВЭБа.

**Событие.** ВЭБ в конце мая текущего года планирует разместить облигации на 500 млн долл., ориентир по ставке 4-4,5%.

**Комментарий.** Отметим, что структура выпуска не нова для ВЭБа – точно такой же заем размещался в феврале 2012 года. Купон сложился на уровне 3,3% годовых при оферте через 1 год. В настоящее время облигации не ликвидны.

Ориентиры по новому займу 4-4,5%. На наш взгляд, если сравнивать с обращающимися еврооблигациями ВЭБа, то премия по нижней границе практически отсутствует (см.график). При этом если евробонды ВЭБа являются ликвидным инструментом, то обороты по ранее выпущенному февральскому выпуску на 500 млн долл. практически отсутствуют, при этом заем до сих пор не вошел в Ломбардный список ЦБ. На наш взгляд, если рассматривать участие в займе, то все же ближе к верхней границе диапазона.

Распределение доходностей еврооблигаций эмитентов финансового сектора (средневзв.)



*Елена Федоткова*

**Понижение рейтинга Банка Интеза.**

Понижение рейтинга было ожидаемым после движения в оценках материнской структуры. Сейчас бумаги ЮниКредит Банка смотрятся интереснее.

**Событие.** Агентство Moody's понизило долгосрочные и краткосрочные рейтинги депозитов Банка Интеза (Россия) с «Ваа3» до «Ва1». Прогноз по рейтингам – «Стабильный».

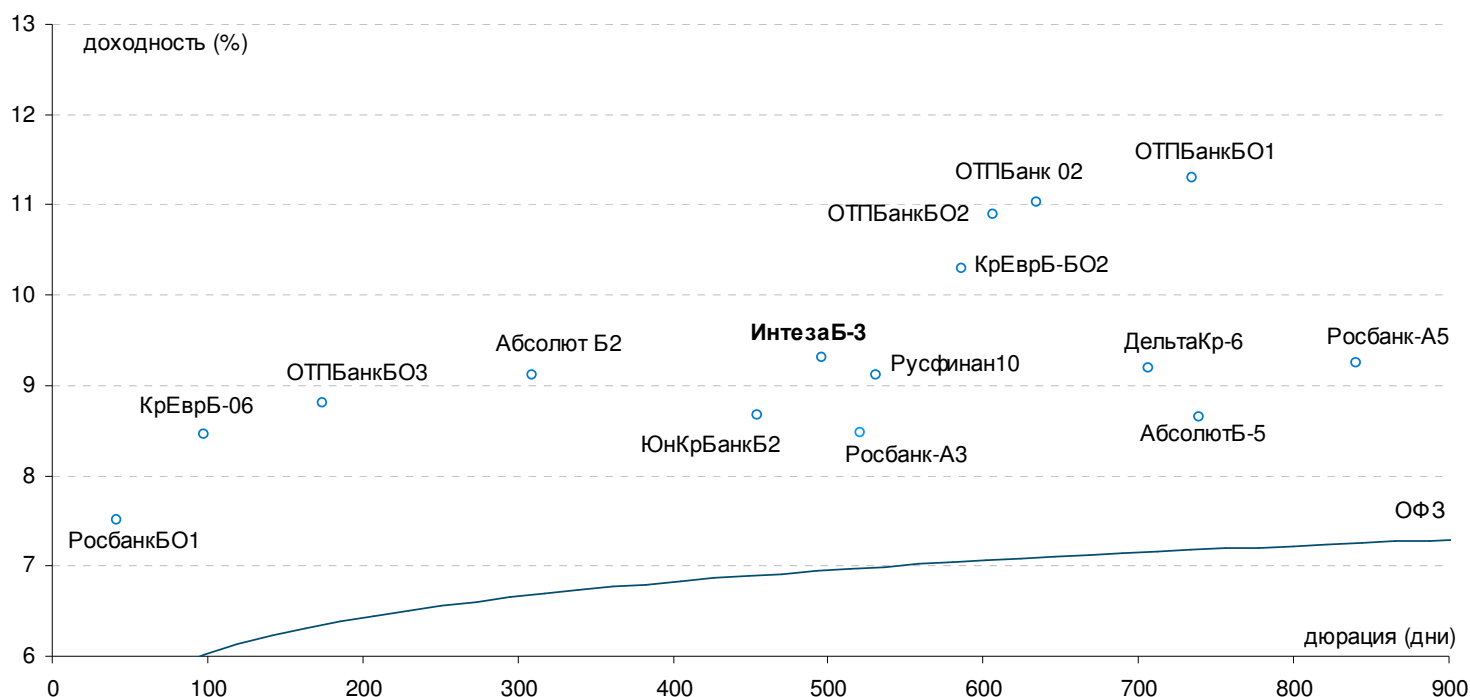
**Комментарий.** Как мы отмечали в своем обзоре от 15 июня ([http://www.nomos.ru/upload/iblock/43a/NOMOS\\_daily\\_debt\\_markets\\_15\\_05\\_2012.pdf](http://www.nomos.ru/upload/iblock/43a/NOMOS_daily_debt_markets_15_05_2012.pdf)), вполне логично, что новость по понижению рейтинга банка UniCredit и Intesa Sanpaolo вместе с другими итальянскими банками затрагивает рейтинги Банка Интеза, учитывая высокую зависимость последнего от материнского фондирования. Напомним, что у российского ЮниКредит Банка нет рейтинга от Moody's.

Выпуск Банка Интезы серии 03 демонстрирует доходность порядка 9,3% при дюрации 496 дней, при этом давая премию около 60 б.п. к наиболее ликвидному займу ЮниКредит Банка серии БО-02 (УТР 8,7% / 454 дня). Рейтинг Банка Интеза на 2-3 ступени (при переводе оценки от Moody's на другие шкалы) ниже, чем у ЮниКредит Банка. Цена обеих бумаг сейчас немного (в пределах 20 б.п.) опустились ниже номинала. Напомним, что отчасти интерес к облигациям Банка Интеза при недавнем размещении подогревался возможностью сделки M&A, озвученной на презентации, однако в связи с ухудшением ситуации в Европе ее вероятность, на наш взгляд, несколько снизилась. В целом, с учетом того, что ЮниКредит Банк менее зависим от ситуации в Европе и в свое время даже выступал источником ликвидности для материнской структуры, то его бумаги смотрятся сейчас интереснее, чем облигации Банка Интеза. Хотя не стоит забывать, что самостоятельный (без учета поддержки государства) кредитный рейтинг у Intesa Sanpaolo выше, чем у UniCredit Group на 1 ступень, и в отличие от последнего, капитал Intesa Sanpaolo не требовал пополнения при повышении требований ЕЦБ (см. наш обзор от 21 марта [http://www.nomos.ru/upload/iblock/769/NOMOS\\_daily\\_debt\\_markets\\_21\\_03\\_2012.pdf](http://www.nomos.ru/upload/iblock/769/NOMOS_daily_debt_markets_21_03_2012.pdf)

	Рейтинг			Место по активам, 1 апр 12	Наименование материнской структуры	Рейтинг		
	Moody's	S&P	Fitch			Moody's	S&P	Fitch
ЮниКредит Банк	-	BBB	BBB+	8	UniCredit Group	A3	BBB+	A-
Росбанк	Ваа2	-	BBB+	9				
Русфинанс банк	Ваа3	-	-	52	Societe Generale	A1	A	A+
Дельта Кредит	Ваа2	-	-	66				
Райффайзенбанк*	Ваа3	BBB	BBB+	10	Raiffeisen	A1	A	A
ИнгБанк*	Ваа1	-	-	25	ING Group	A1	A	A
ОТП Банк	Ba2	-	BB	37	OTP Group	Ba2	BB+	-
Абсолют Банк	Ba3	-	BB+	43	KBC Group	A2	BBB+	A-
Кредит Европа Банк	Ba3	-	BB-	47	Credit Europe Bank	Ba2	-	BB
БНП Париба	-	BBB	-	48	BNP Pariba	Aa3	AA-	A+
Банк Интеза	Ba1	-	-	56	Intesa Sanpaolo	A3	BBB+	A-

\* по выпускам Райффайзенбанка и ИнгБанка обороты за последнюю неделю отсутствовали, бумаги не нанесены на график, информация приведена справочно.

## Распределение доходностей бумаг эмитентов финансового сектора (средневзв.)



Елена Федоткова

**Fitch понижает прогноз рейтинга ММК со «Стабильного» на «Негативный»**

*Риски снижения рейтинга мы считаем довольно низкими, особенно учитывая, что в этом году объем капитальных затрат будет существенно ниже предыдущих лет.*

**Событие.** Вчера агентство снизило прогноз рейтинга ММК с уровня «Стабильный» до «Негативный» и подтвердило оценку на уровне «BB+».

**Комментарий.** Согласно опубликованному пресс-релизу, пересмотр прогноза по рейтингам ММК на «Негативный» обусловлен увеличением лeverеджа компании в 2011 финансовом году до более высокого уровня, чем ранее ожидало агентство. Такое увеличение связано с повышением закупочной цены на железную руду относительно сбытовых цен на сталелитейную продукцию компании и низкой загрузкой новых мощностей, запущенных в Турции. Fitch ожидает, что ММК будет иметь маржу EBITDAR в 14%-16% за 2012 финансовый год (14,6% в 2011 г.), а затем данный показатель повысится до 17%-19% в 2014 финансовом году. Чистый лeverедж по EBITDAR по прогнозам снизится до 2,4х к концу 2012 г. (2,9х на конец 2011 г.), до 2,1х к концу 2013 г. и до 1,3х-1,5х к концу 2014 г.

Отметим, что текущие оценки ММК от Moody's довольно разнятся с Fitch. Так, рейтинги ММК «Ba3» с «Позитивным» прогнозом, что соответствует уровню «BB-» по шкале Fitch и S&P.

Вместе с тем, мы считаем, что риски снижения рейтинга довольно низкие. Здесь мы основываемся, на том, что все же объем инвестиций в этом году будет ниже, чем в предыдущие отчетные периоды вследствие низких капитальных затрат в этом году. Согласно планам, на этот год запланировано финансирование инвестиционных расходов в объеме 700 млн долл. против 1,2 млрд долл. в 2011 году и 2,2 млрд долл. в 2010 году. Отметим также довольно высокие операционные показатели за 1 квартал.

Резонанс в котировках рублевых облигаций ММК слабый в силу их ограниченной ликвидности. Вместе с тем, факт «Негативного» прогноза по рейтингу может актуализироваться, если вдруг эмитент предпримет новые попытки к выходу на долговой рынок, что весьма вероятно, поскольку у него в статусе допущенных к

размещению на ММВБ еще 7 выпусков биржевых облигаций серий 09 – 15 по 5 млрд руб. каждый.

*Игорь Голубев  
Ольга Ефремова*

### Акрон сделал предложение о покупке польской Azoty Tarnow

Акрон вчера сделал официальное предложение о покупке польской Azoty Tarnow. Сделка, которая на первом этапе может стоить \$440 млн., оценивает польскую компанию по коэффициенту EV/EBITDA около 3.0 и, на наш взгляд, не выглядит дорогой и смотрится стратегически обоснованной. Однако отношение рынка к европейской покупке в разгар финансового кризиса в регионе может быть неоднозначным.

**Событие.** Акрон сделал предложение о покупке до 66% акций польской Azoty Tarnow по цене 36 Złt за бумагу (около \$440 млн. за 66% акций), что предполагает премию в 18% к средней цене акций Azoty на WSE за последние полгода. Сделка состоится, если свое согласие на нее до 22 июня с.г. дадут владельцы более 50% акций Azoty Tarnow. Чуть более 32% акций польской компании принадлежит государству, еще примерно столько же – 4-м крупным институциональным инвесторам.

**Комментарий.** Выручка Azoty Tarnow примерно поровну распределяется между минеральными удобрениями и нефтехимической продукцией, долговая нагрузка компании минимальна (чистый долг на конец 1 кв. 2012 - \$11 млн.), а, согласно консенсус-прогнозу Bloomberg, EBITDA компании в 2012 г. может составить \$230 млн. Последний факт предполагает оценку компании по предложению Акрона (без учета стоимости миноритарных долей в активах) по коэффициенту EV/EBITDA около 3.0

#### Финансовые показатели Azoty Tarnow

	2010	2011	2012	2013
Выручка	632	1 809	2 056	2 066
EBITDA	72	312	230	211
маржа %	11.4	17.2	11.2	10.2
Чистая прибыль	133	169	115	104

Источник: Bloomberg

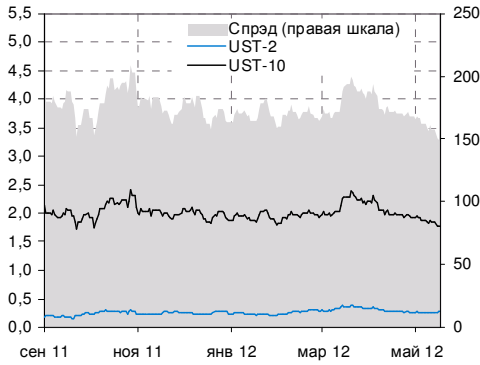
Акрон видит синергетический эффект в приобретении Azoty Tarnow в том, что в перспективе нескольких лет российская компания будет обладать избыточными объемами фосфорного и калийного сырья, а Azoty уже сейчас могут использовать логистические мощности Акрона на Балтике и сбытовую сеть в Китае. Такая позиция Акрона, на наш взгляд, выглядит обоснованной, а оценка польской компании недорогой. Впрочем, в разгар европейского финансового кризиса рынок может отнестись к приобретению активов в регионе неоднозначно, а успех сделки, с учетом того, что уже вчера гендиректор и представитель одного из крупных акционеров Azoty назвали предложение Акрона «достаточно низким», – далеко не гарантирован. Акции Azoty Tarnow закрылись вчера на WSE на отметке 36.1 Złt, что также отражает ожидания акционеров на повышение цены предложения Акрона или на появление конкурентного предложения.

В части влияния сделки на долговую нагрузку, мы считаем, что если предположить, что польская компания заработает за 2 пол. 2012 г. хотя бы \$80 млн, чистый долг/EBITDA на конец 2012 у Акрона будет около 2.2-2.4 (1,5 по итогам 2011 года). без учета возможного выкупа госпакета Azot Tarnow и 2.8-3.0 с учетом данной потенциальной сделки. Плюс в распоряжении компании остается пакет Уралкалия (ок. 0.9-1.0 EBITDA Акрона 2012 after tax).

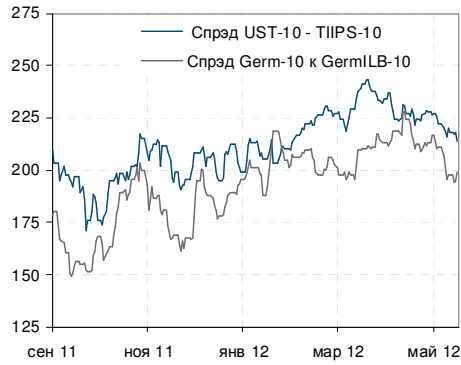
*Юрий Волов, CFA*

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

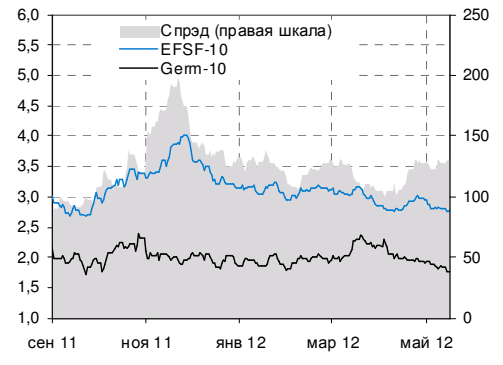
Казначейские обязательства США 2-летн. и 10-летн.



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



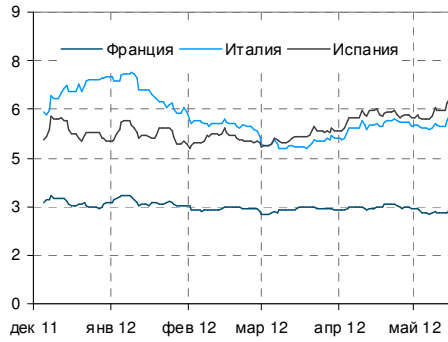
10-летние бумаги Германии и EFSF-10



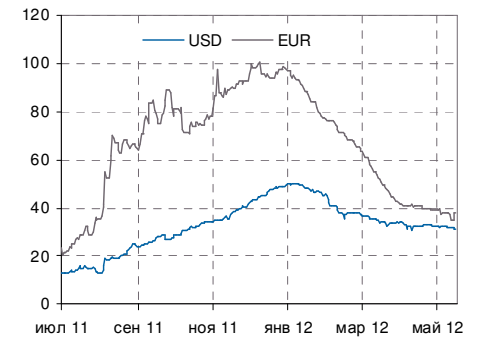
Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

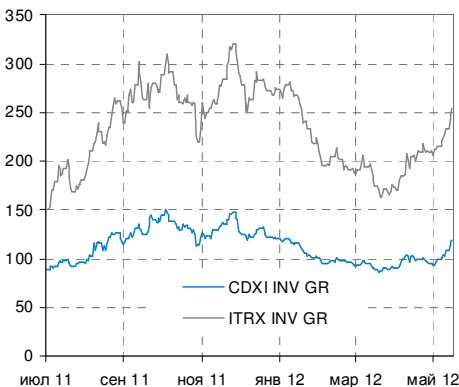


Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

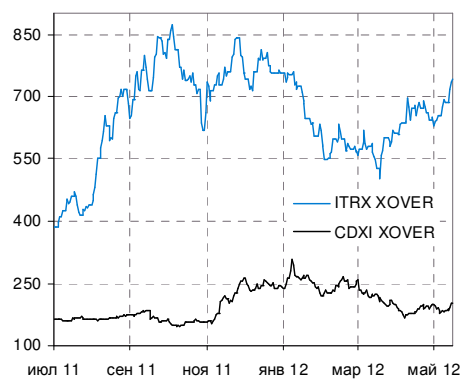


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

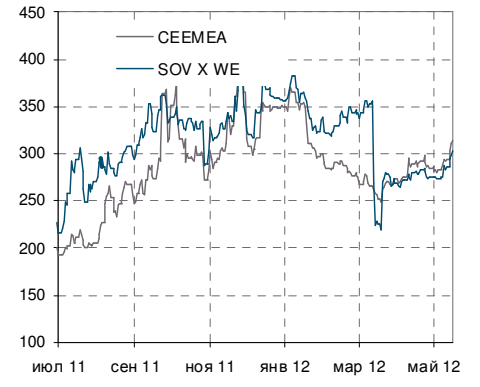
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX /Cross-Over

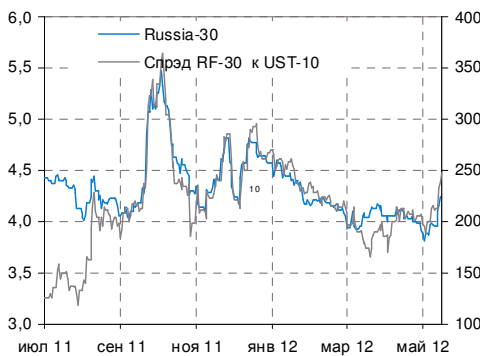


ITRX / Governments

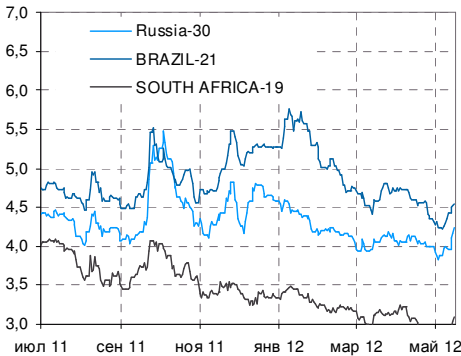


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

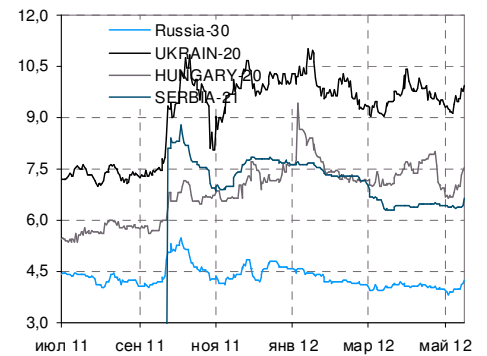
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

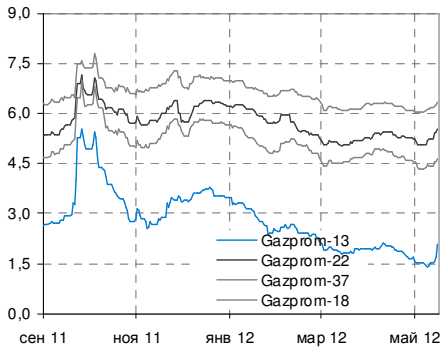


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

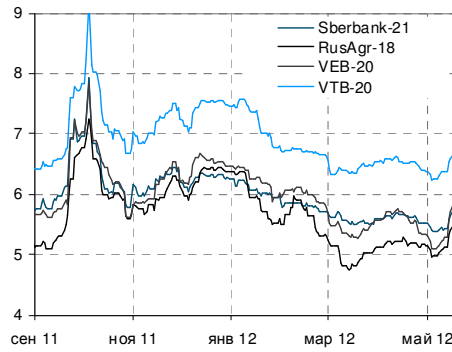


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

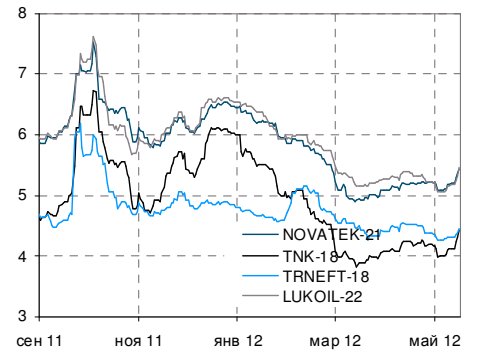
Еврооблигации Газпрома



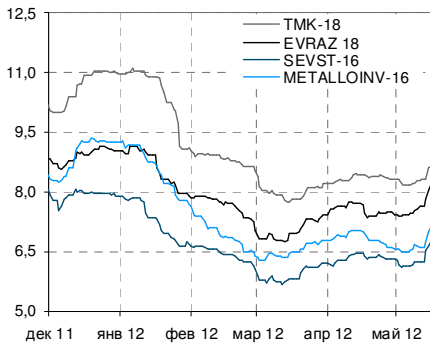
Евробонды госбанков



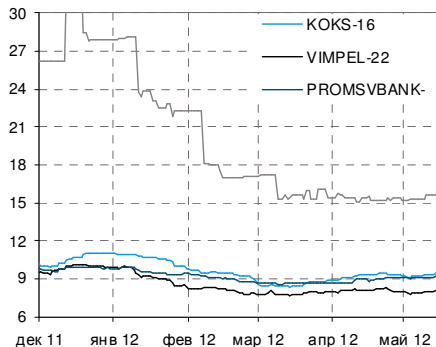
Еврооблигации нефтегазового сектора



Еврооблигации металлургического сектора



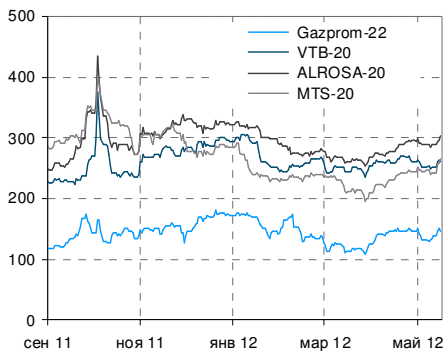
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



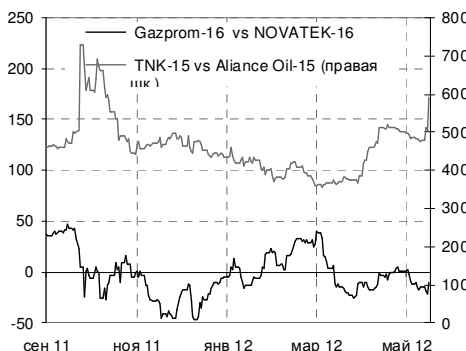
Еврооблигации, номинированные в рублях



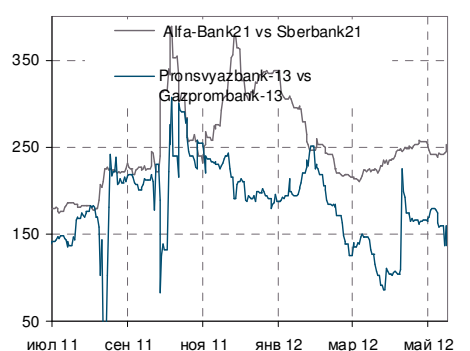
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

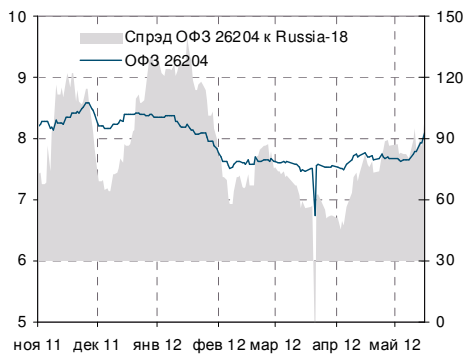


Спрэды в банковском секторе

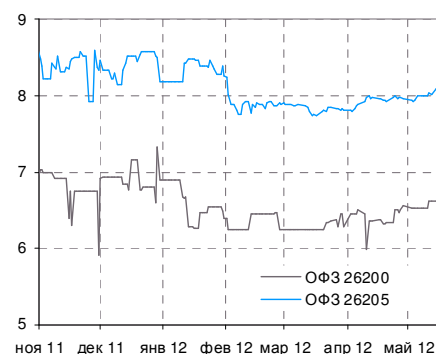


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

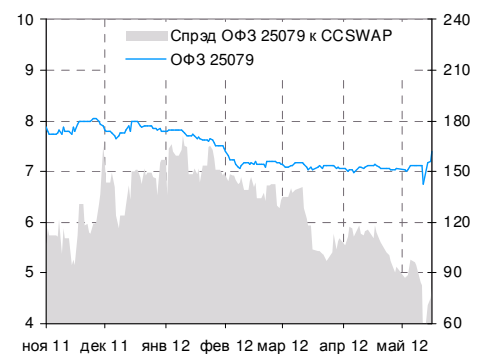
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

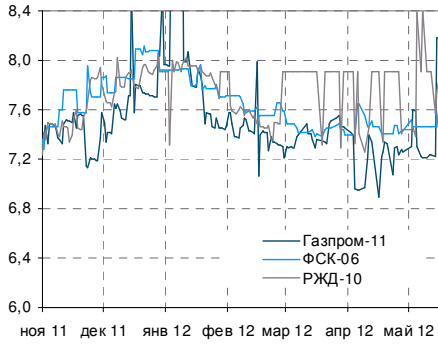


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

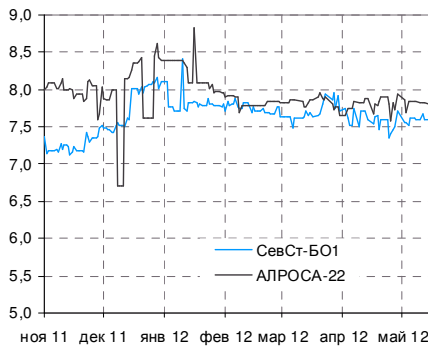


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

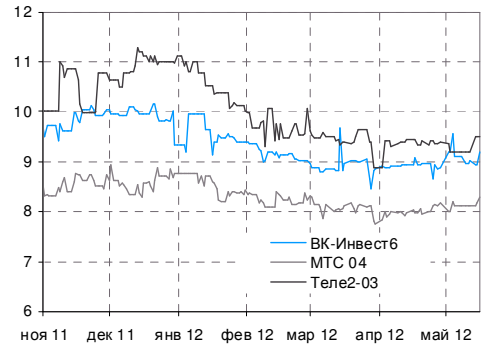
Доходности российских монополий



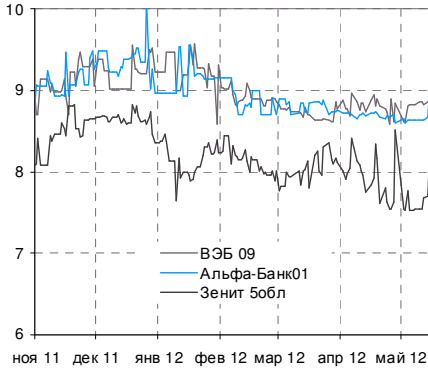
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



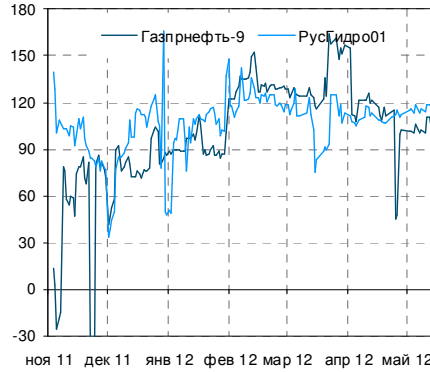
Доходности "Телекоммуникации"



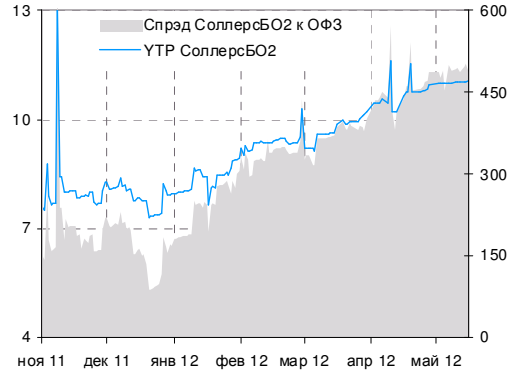
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

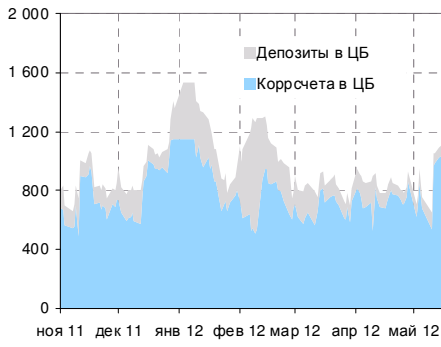


Облигации с текущей доходностью выше 10%

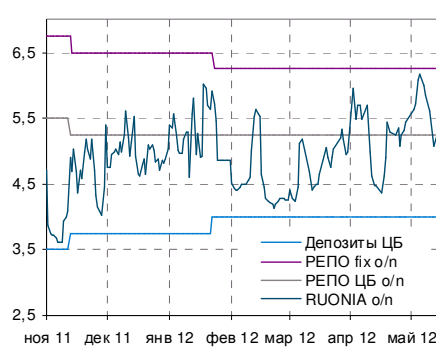


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

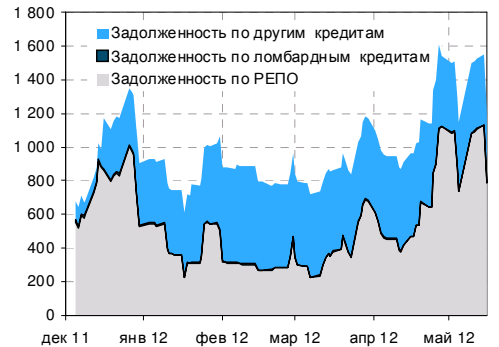
Динамика депозитов и остатков на корсчетах



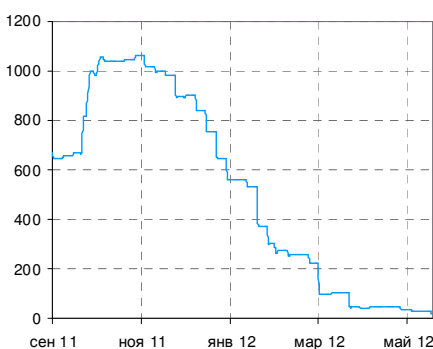
Динамика ставок денежного рынка



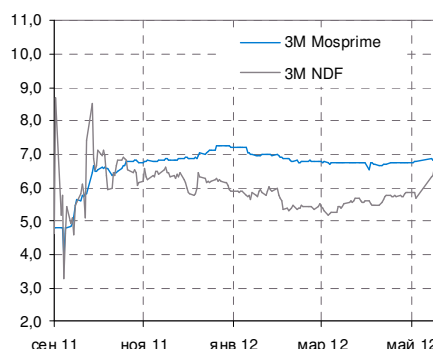
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



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.