

Долговые и денежные рынки
18 сентября 2012 г.

Конъюнктура рынков

Внешние рынки

Оптимизм глобальных площадок в понедельник изрядно ослаб. С осторожностью участники рынка предпочли отреагировать на новости о затягивающемся процессе формирования общеевропейского банковского союза. К тому же нет четкого представления, насколько острой является потребность Испании во внешнем финансировании. Помимо европейских проблем актуальными остаются и американские – чрезвычайно слабый индекс деловой активности Нью-Йорка стал еще одним аргументом в пользу того, чтобы не торопиться с увеличением позиций в рискованных активах.

Российские еврооблигации

Российские еврооблигации начали новую неделю ценовой коррекцией после мощного «ралли». Наиболее серьезно теряют в цене суверенные бумаги, отыгрывая «технический» фактор резкого сужения спреда к UST. В корпоративном сегменте инвесторы пока довольно избирательно фиксируют позиции.

Рублевые облигации

Для рублевых облигаций неделя началась под давлением продавцов, которые отыгрывают не только уменьшение оптимизма на глобальных площадках, но и отсутствие внутренних факторов поддержки – надежды на способность рубля укрепляться к базовым валютам в преддверии налоговых расчетов пока не оправдываются.

FX/Rates

Вчерашние торги на локальном валютном рынке проходили без ярко выраженной динамики. Сегодня ситуация выглядит иначе – фактор «нефти» вновь напомнил о себе.

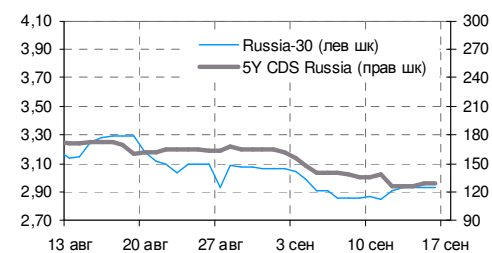
Наши ожидания

Глобальные площадки отчасти утратили оптимизм в отношении рискованных активов, поддаваясь влиянию негативных настроений по отношению к европейским долговым проблемам, в том числе и Испании. На фоне этого интересны итоги сегодняшних аукционов по испанским векселям сроком на 12 и 18 месяцев. Кроме того, слабая американская макростатистика подталкивает к тому, чтобы все же дожидаться намеков на проявление благоприятного эффекта стимулирующих мер, анонсированных FOMC, прежде чем безоглядно скупать рискованные активы. Сегодня в центре внимания индексы настроений в деловых кругах Европы и Германии от Zew, а также индекс деловой активности на рынке недвижимости США. Однако с большим интересом все следят за развитием событий на сырьевых площадках, где нефть вчера серьезно скорректировалась и пока не дает намеков на восстановление.

Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	2,93	0
CDS России	130	4
MOSPRIME o/n	5,88	48
NDF 3M	6,20	5
	значение	изм
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	798,4	27
Остатки на депозитах, млрд руб.	72,2	-3
Доллар / рубль (ЦБ), руб	30,63	0,17
Корзина (ЦБ), руб	34,92	0,15

Динамика доходности Russia-30 и CDS России



Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3M	0,38	-0,5
ERIBOR 3M	0,25	-0,2
EUR/USD	1,31	
UST-10	1,87	0
Германия-10	1,67	-3
EFSF-10	2,23	-4
Италия - 10	5,09	9
Испания - 10	5,95	19
Португалия-10	8,24	32
CDS 5Y Ирландия	292	5
CDS 5Y Португалия	453	-2
CDS 5Y Италия	319	9
CDS 5Y Испания	356	13

Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	467,6	7
iTRAXX CEEMEA 5Y	194,0	3
iTRAXX SOVX WE 5Y	173,1	2

Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 25075	7,16	6
ОФЗ 26205	7,71	-2
ОФЗ 26207	8,10	-1
Газпром-11	7,10	-3
РЖД-10	7,28	2
ФСК-15	7,98	0
MTC-05	8,74	0
ВымпелКом-4	9,44	0
Металинвест-5	9,29	-13
Северсталь-БО1	7,67	19
РусалБр-8	14,71	17
РСХБ-15	8,20	-4

Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	5,99	1
Gazprom-37	5,31	1
Sberbank-21	4,36	4
AlfaBank-21	6,63	0
Evraz-18	6,34	1
Vimpel-22	6,47	1
TNK-BP-18	3,30	0

Российские евробонды, судя по всему, продолжат ценовую коррекцию, главным образом в суверенном сегменте, поддаваясь давлению внешнего пессимизма.

Рублевому сегменту также придется «смириться» с отрицательными переоценками: помимо внешнего давления, игроков заставляет оптимизировать позиции рубль, который не способен сохранять устойчивость позиций даже в преддверии налоговых расчетов этой недели.

Национальная валюта демонстрирует сегодня резкое снижение, реагируя на коррекцию котировок нефти на сырьевых площадках. На наш взгляд, образовавшийся «разрыв» между уровнями вчерашнего закрытия и сегодняшними торгами вряд ли удастся компенсировать в течение дневных торгов.

Главные новости

Промышленное производство в августе сократилось.

Ухудшение общемировой экономической конъюнктуры не проходит бесследно для российской промышленности. В августе сезонно-сглаженный индекс промышленного производства снизился на 0.7 % к предыдущему месяцу, а к августу прошлого года рост составил всего лишь 2.1 %. Ситуация в промышленном секторе всё больше напоминает стагнацию.

Мы снижаем наш прогноз промышленного роста в 2012 г. с 3.6 до 2.8 %.

УБРИР (-/В/-): первичное предложение.

По нашему мнению, кредитное качество эмитента, его акционерная структура и международные рейтинги делают интересным текущее предложение уже по нижней границе обозначенного диапазона доходности, то есть от 12,6% годовых.

РЕСО-Гарантия (-/ВВ+/-): первичное размещение бондов серии 02.

Выпуск эмитента на фоне итогов дебютного размещения в начале сентября представляет интерес ближе к нижней границе индикатива с доходностью порядка 9% годовых.

АПХ Мираторг: отчетность за 1 пол 2012 года.

Финансовые результаты холдинга за 2 кв. 2012 года оказались выше данных 1 квартала, что положительно сказалось и на кредитных метриках. Тем не менее, долговая нагрузка остается высокой, и перспективы ее снижения на фоне инвестиционных планов невысоки. Биржевые облигации Мираторг Финанс БО-01 неликвидные.

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

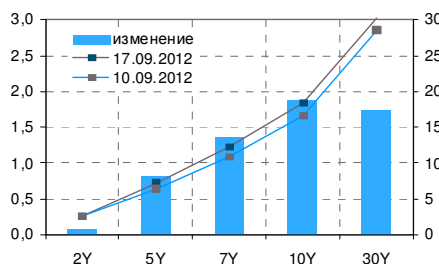
Оптимизм глобальных площадок в понедельник изрядно ослаб. С осторожностью участники рынка предпочли отреагировать на новости о затягивающемся процессе формирования общеевропейского банковского союза. К тому же нет четкого представления, насколько острой является потребность Испании во внешнем финансировании. Помимо европейских проблем актуальными остаются и американские – чрезвычайно слабый индекс деловой активности Нью-Йорка стал еще одним аргументом в пользу того, чтобы не торопиться с увеличением позиций в рискованных активах.

С началом новой недели инвесторы на глобальных площадках несколько умилили свой «аппетит» к рискованным активам. Так, не теряющие актуальности европейские проблемы вновь напомнили о себе отсутствием консенсуса по формированию общеевропейского банковского союза, на который также возлагаются надежды по преодолению долгового кризиса. Кроме того, не появилось какого-либо дополнительного понимания о том, насколько острой является потребность Испании во внешнем финансировании. На наш взгляд, заявления Минфина Испании о его способности самостоятельно справиться и об отсутствии острой потребности во внешней поддержке можно рассматривать как своеобразную модель «торга» за более комфортные условия, но пока это только домыслы, не имеющие под собой какой-либо аргументированной поддержки. Так или иначе, общий сентимент в отношении испанских активов заметно ухудшился за последние дни – доходность испанских бондов продолжает расти, и за вчерашний день по 10-летним бумагам она увеличилась по итогам дня на 19 б.п., до 5,95% годовых (в то время как внутри дня она вплотную «подтягивалась» к психологически важной отметке в 6% годовых). В отношении остальных рискованных европейских долговых бумаг также не было избыточного оптимизма – доходность итальянских 10-летних облигаций прибавила 9 б.п. до 5,09% годовых. В то же время по немецким госбумагам снова проявился спрос – доходность 10-летних *bundes* вчера снизилась на 3 б.п., до 1,63% годовых.

Динамика американских площадок также не отражала спроса на рискованные активы. Здесь можно говорить как о влиянии общих глобальных настроений, так и об отсутствии локального позитива. Так, опубликованный вчерашний индекс деловой активности Нью-Йорка за сентябрь оказался наиболее слабым за период с апреля 2009 года, составив «-10,4» против ожидания на уровне «-1,9». И хотя относительно пятницы UST-10 не отразили значимого изменения доходности, диапазон внутрисуточного колебания от 1,89% утром (пока еще «теплились» намеки на оптимизм на азиатских площадках) до 1,82% (с началом торгов в США после слабой статистики), можно рассматривать как сигнал к тому, что инвесторы еще не настроены на то, чтобы совсем отказываться от «защитных» позиций и полностью переориентироваться на рискованные активы. Очевидно, что для укрепления оптимизма необходима какая-то более ощутимая поддержка, по меньшей мере, сигналы того, что анонсированные FOMC стимулирующие меры начинают оправдывать ожидания по части их позитивного эффекта для отдельных рынков и экономики в целом.

В понедельник участники глобального валютного рынка «отдыхали» после сильного роста на протяжении всей минувшей недели. При этом пара EUR/USD большую часть времени находилась у уровня 1,311х. Единственным событием, на которое отреагировали инвесторы, и отразившемся на динамике валютных торгов, стала публикация данных об индексе деловой активности в производственном секторе Нью-Йорка. Следует отметить, что подобный индикатор крайне редко вызывает сильную реакцию рынка, так как является лишь одной из компонент

Кривая доходности гособлигаций США



общестранового индикатора. Вместе с тем, столь сильное расхождение между прогнозом и фактическим значением спровоцировало очередную волну продажи долларов, что позволило паре EUR/USD достигнуть уровня 1,316х. Однако низкая активность, наблюдаемая на рынке, не позволила соотношению доллара и евро удержаться на этом уровне, и по итогам дня оно вернулось к 1,311х. Примечательно, что инвесторы пока довольно скупко реагируют на поток новостей, связанный с возможным оказанием финансовой помощи Испании. Не исключено, что после того, как эйфория от решений ЕЦБ и ФРС спадет, Мадрид может стать следующим после Афин поводом для снижения европейской валюты.

*Ольга Ефремова
Алексей Егоров*

Российские еврооблигации

Российские еврооблигации начали новую неделю ценовой коррекцией после мощного «ралли». Наиболее серьезно теряют в цене суверенные бумаги, отыгрывая «технический» фактор резкого сужения спреда к UST. В корпоративном сегменте инвесторы пока довольно избирательно фиксируют позиции.

Вчерашние торги нарушили положительную ценовую динамику в российских евробондах, которая наблюдалась на прошлой неделе. Для суверенных бумаг фактор «технического» сужения спреда к американским treasuries, не обладающего какой-либо фундаментальной поддержкой, вновь оказался определяющим. Так, по Russia-30 торги начинались при значительном «гэпе» вниз – до от 125,75% YTM (2,93%), после чего котировки в течение дня продолжили снижаться – последние сделки были по 125,3125% (YTM 3,0%). В результате, спред к UST-10 «закрепился» на уровне 106 б.п.

Выпуск Russia-42, как более чувствительный к переменам рыночного настроения по причине своей длинной дюрации, оказался под более существенным давлением продавцов: его котировки при открытии были на уровне 118,75% (YTM 4,52%), а к концу дня «провалились» до 117,375% (YTM 4,55%).

В части динамики корпоративных бумаг сложнее делать столь же однозначные выводы: пока инвесторы довольно избирательно фиксируют свои позиции, ориентируясь не только на давление неоднородного настроения внешних площадок, но и на локальные факторы, в частности ликвидность каждого конкретного выпуска. Так, выпуски, где быстрее «откликается» покупатель, причем неважно даже если и с котировками «ниже рынка», оперативнее остальных отражают негативные настроения. Так, вчера довольно активно инвесторы фиксировали рост в бондах Совкомфлота, Металлоинвеста, что стало причиной «отката» их котировок почти на 1%. В то же время цены бумаг ВЭБа, Сбербанка, ВТБ, Альфа-Банка, Газпрома, Газпром нефти снижались в пределах 50 б.п.

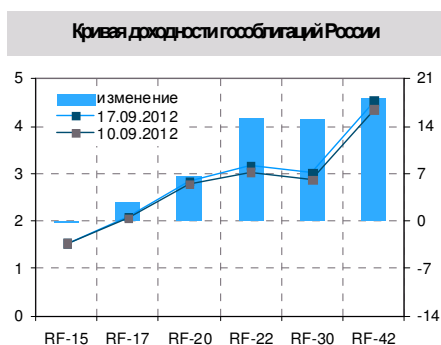
Что касается бондов ВымпелКома и Евраза, которые были в лидерах роста на прошлой неделе, то им пока удалось избежать серьезного снижения котировок даже при наличии сделок.

В силу того, что признаков укрепления глобальной конъюнктуры пока не наблюдается, мы ожидаем сегодня продолжения ценовой коррекции в российских евробондах.

Ольга Ефремова

Рублевые облигации

Для рублевых облигаций неделя началась под давлением продавцов, которые отыгрывают не только уменьшение оптимизма на глобальных площадках, но и отсутствие внутренних факторов поддержки – надежды на способность рубля укрепляться к базовым валютам в преддверии налоговых расчетов пока не оправдываются.



В рублевых облигациях в понедельник не удалось сформировать положительную ценовую динамику. Продавцы активизировались на фоне того, что внешние площадки не предоставляли каких-то дополнительных поводов для оптимизма. К тому же внутренних факторов поддержки также не ощущалось – надежды на способность рубля укрепляться в ближайшие дни в преддверии налоговых выплат не оправдались. В результате, на оборотах, которые изрядно проигрывали пятничным, можно было наблюдать отрицательные переоценки в диапазоне от 5 до 25 б.п. по всему спектру ОФЗ. При этом не было какого-то избыточного давления на выпуски длинной дюрации – можно констатировать, что, скорее, это были «пробные» продажи со стороны наиболее осторожных игроков.

В корпоративном сегменте обороты были настолько слабыми, что четко определить каковы же были предпочтения весьма проблематично. Смешанная ценовая динамика, не позволяющая определить общих «фаворитов», служит дополнительным подтверждением того, что инвесторы стараются использовать текущую ситуацию чрезвычайно широких спрэдов на покупку и продажу в свою пользу.

Из бумаг, которые закончили день в «плюсе» отметим выпуски МТС, АФК «Система», ФСК, Металлоинвеста, ОТП Банка, Промсвязьбанка, РСХБ и Татфондбанка.

В то же время активнее всего участники старались зафиксироваться в выпусках ТКС Банка, ВТБ, МКБ, Русала, Сибметинвеста.

Судя по всему, в ближайшие дни игрокам локального рынка придется «смириться» с преобладающими отрицательными переоценками – триггеров для возобновления спроса не наблюдается. Позиции рубля сохраняются довольно слабыми, чтобы вернуть привлекательность покупок рублевых долговых бумаг.

Ольга Ефремова

Forex/Rates

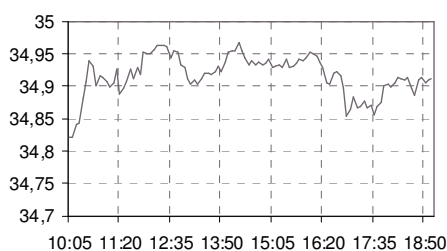
Вчерашние торги на локальном валютном рынке проходили без ярко выраженной динамики. Сегодня ситуация выглядит иначе – фактор «нефти» вновь напомнил о себе.

Отсутствие четких сигналов с внешних площадок способствовало резкому снижению волатильности на локальном валютном рынке. При открытии торгов на российских площадках курс доллара составлял 30,51 руб., а стоимость бивалютной корзины - 34,81 руб. Ослабление позиций национальной валюты в первые часы торгов было полностью нивелировано «под закрытие». По итогам дня курс доллара составил 30,59 руб., а бивалютная корзина – 34,90 руб.

Однако следует описать наиболее интересные события, произошедшие незадолго до начала сегодняшних торгов. На сырьевых площадках, где в последнее время наблюдался устойчивый рост цен на «черное золото», произошла сильнейшая коррекция, вследствие которой баррель нефти марки Brent опустился в цене ниже 113 долл. за барр. Примечательно то, что в последнее время, «фактор нефти», крайне редко отражающийся на ходе валютных торгов на локальном валютном рынке, сегодня стал одной из базовых причин для ослабления курса рубля. Стоимость бивалютной корзины при открытии - 35,17 руб., доллар – 30,87 руб.

На денежном рынке все относительно стабильно: уровень ликвидности варьируется в пределах изменений лимитов ЦБ на аукционах прямого РЕПО, ставки после повышения Банком России стоимости предоставляемых ресурсов пока еще продолжают расти. Уплата страховых взносов в фонды не отразилась на сумме остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ, которая составила на сегодняшнее утро 870,6 млрд руб., прибавив 23,7 млрд руб. (увеличение сальдо по однодневному РЕПО «+22,25 млрд руб.»). Вместе с тем, спрос на ресурсы сохраняется устойчиво высоким. На вчерашнем 91-дневном аукционе с предложением 50 млрд руб. востребованными оказались 48,2 млрд руб. Интересным

Динамика бивалютной корзины



выглядит спрэд между минимальной ставкой ЦБ и средневзвешенной по итогам аукциона, который сохранился в пределах 15 б.п.

Сегодня Банк России проведет семидневный аукцион прямого РЕПО, который в настоящий момент является основным источником ресурсов денежного рынка. В силу того, что в России «стартовал» налоговый период, мы полагаем, что спрос сегодня будет довольно высоким.

Алексей Егоров

Наши ожидания

Глобальные площадки отчасти утратили оптимизм в отношении рискованных активов, поддаваясь влиянию негативных настроений по отношению к европейским долговым проблемам, в том числе и Испании. На фоне этого интересны итоги сегодняшних аукционов по испанским векселям сроком на 12 и 18 месяцев. Кроме того, слабая американская макростатистика подталкивает к тому, чтобы все же дождаться намеков на проявление благоприятного эффекта стимулирующих мер, анонсированных FOMC, прежде чем безоглядно скупать рискованные активы. Сегодня в центре внимания индексы настроений в деловых кругах Европы и Германии от Zew, а также индекс деловой активности на рынке недвижимости США. Однако с большим интересом все следят за развитием событий на сырьевых площадках, где нефть вчера серьезно скорректировалась и пока не дает намеков на восстановление.

Российские евробонды, судя по всему, продолжают ценовую коррекцию, главным образом в суверенном сегменте, поддаваясь давлению внешнего пессимизма.

Рублевому сегменту также придется «смириться» с отрицательными переоценками: помимо внешнего давления, игроков заставляет оптимизировать позиции рубль, который не способен сохранять устойчивость позиций даже в преддверии налоговых расчетов этой недели.

Национальная валюта демонстрирует сегодня резкое снижение, реагируя на коррекцию котировок нефти на сырьевых площадках. На наш взгляд, образовавшийся «разрыв» между уровнями вчерашнего закрытия и сегодняшними торгами вряд ли удастся компенсировать в течение дневных торгов.

*Ольга Ефремова
Алексей Егоров*

Календарь событий

Внешний долговой рынок

- 18 сентября Размещение векселей Испании на 12 и 18 месяцев.
Размещение векселей Греции на 1 млрд евро на 91 день.
Размещение векселей EFSF на 182 дня на 2 млрд евро
- 19 сентября Доразмещение 2-летних облигаций Германии на 5 млрд евро.
Размещение векселей Португалии на 182 дня, на 546 дней.
- 20 сентября Размещение гособлигаций Испании
Размещение гособлигаций Франции с погашением в 2014, 2016 и 2017 годах, а также облигаций, привязанных к инфляции с погашением в 2022, 2027, 2029 и 2032 годах

- 20 сентября Размещение 10-летних TIPS

Макроэкономические события

- 18 сентября ЕС: индекс настроений в деловых кругах ЕС, Германии от Zew в сентябре.
США: платежный баланс за 2 кв. 2012 года, чистый объем покупок долгосрочных ценных бумаг в июле, индекс деловой активности на рынке недвижимости от NAHB в сентябре.
- 19 сентября Япония: заявления Банка Японии по монетарной политике, объявление базовой ставки.
Великобритания: публикация протокола последнего заседания Банка Англии по монетарной политике.
США: статистика по рынку недвижимости за август: число выданных разрешений на строительство, количество закладок новых домов, продажи на вторичном рынке.
- 20 сентября Китай: предварительный индекс деловой активности от HSBC за сентябрь.
ЕС: PPI Германии за август, предварительные индексы деловой активности Германии, Франции, ЕС в целом за сентябрь, предварительный индекс потребительского доверия в ЕС в сентябре, выступление М. Драги.
США: недельная статистика по безработице, предварительный PMI от Markit за сентябрь, индекс опережающих экономических индикаторов.

Денежный рынок

- 18 сентября Депозитный аукцион по размещению временно свободных средств федерального бюджета на сумму 25 млрд рублей. Срок размещения составит 35 дней. Минимальная процентная ставка размещения установлена 6,3% годовых.
- 20 сентября Уплата трети НДС за 2 кв. 2012 года.

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Новости коротко

Долговые рынки

- **Банк «Ак Барс»** (B1/-/BB-) планирует в конце сентября - начале октября провести размещение биржевых облигаций серии БО-01 объемом 5 млрд руб. Размещение 3-летнего выпуска пройдет по открытой подписке в форме book building. В рамках выпуска будет предусмотрена годовая или полуторалетняя оферта. Облигации серии БО-01 соответствуют требованиям для включения ценных бумаг в ломбардный список Банка России и котировальный список «А1» ФБ ММВБ.

Главные новости

Промышленное производство в августе сократилось

Ухудшение общемировой экономической конъюнктуры не проходит бесследно для российской промышленности. В августе сезонно-сглаженный индекс промышленного производства снизился на 0.7 % к предыдущему месяцу, а к августу прошлого года рост составил всего лишь 2.1 %. Ситуация в промышленном секторе всё больше напоминает стагнацию.

Мы снижаем наш прогноз промышленного роста в 2012 г. с 3.6 до 2.8 %.

Событие. В августе сезонно-сглаженный индекс промышленного производства снизился на 0.7 % после роста на 0.8 % в предыдущем месяце. По отношению к августу прошлого года рост производства составил 2.1 %. По итогам 8 месяцев промышленность выросла на 3.1 % в сравнении с аналогичным периодом 2011 г.

Индексы промышленного производства

	Июнь 12	Июль 12	Авг. 12	Янв.-июнь 12
Индекс промышленного пр-ва *, % м/м	0.0	0.8	-0.7	-
Индекс промышленного пр-ва, % г/г	1.9	3.4	2.1	3.1
Обрабатывающая пром-ть, % г/г	3.4	5.7	4.1	4.8
Добывающие отрасли, % г/г	0.2	0.9	0.8	0.9

* - с устранением сезонного и календарного факторов

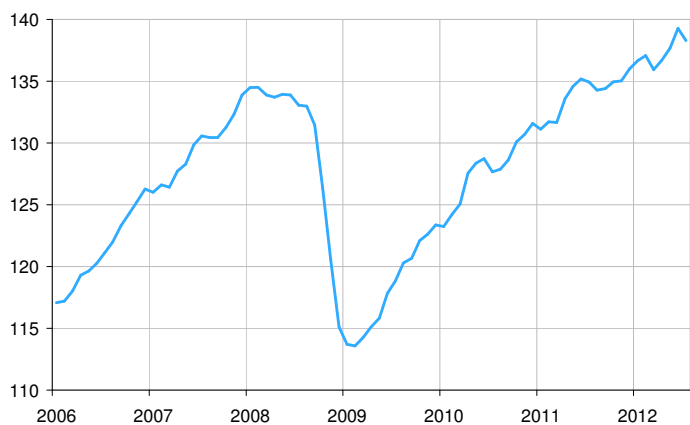
Источники: Росстат

Комментарий. Данные за август подтвердили факт замедления промышленности. Ситуация близка к полной остановке роста, и если до конца года тренд не изменится, то в 2013 г. промышленность в целом может оказаться в состоянии стагнации.

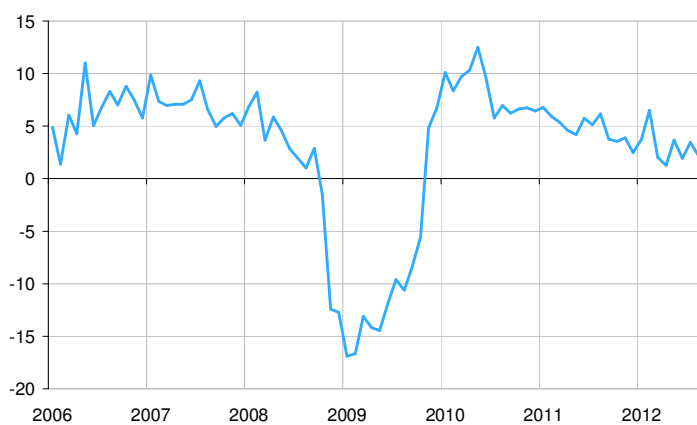
Пока что лучше остальных выглядит пищевая промышленность, где во многих подотраслях сохраняются двузначные темпы роста. Отрасли, ориентированные на строительный сектор, также пока сохраняют неплохую динамику, частности, цементная промышленность. Пока что двузначные темпы роста фиксируются в автопроме, но по мере выхода на более высокие объемы выпуска, замедление здесь становится всё более очевидным.

В свете последней статистики мы снижаем наш годовой прогноз промышленного роста с 3.6 до 2.8 %. Прогноз на 2013 г. (3.5 %) мы пока оставляем без изменений с высокой вероятностью его понижения.

Сезонно-сглаженный индекс промышленного производства (100 – 2003 г.)



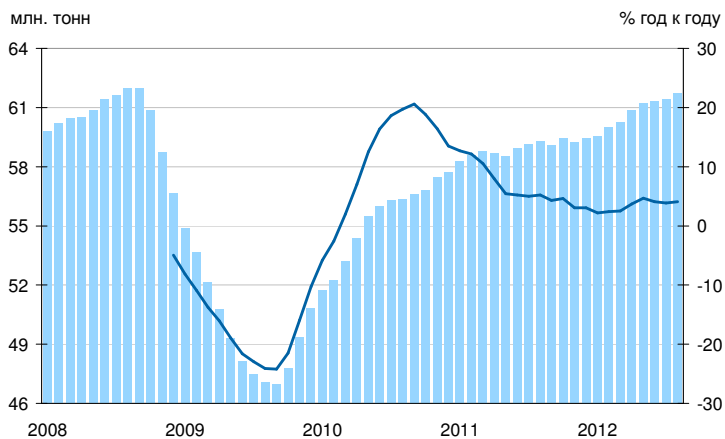
Индекс промышленного производства, % год к году



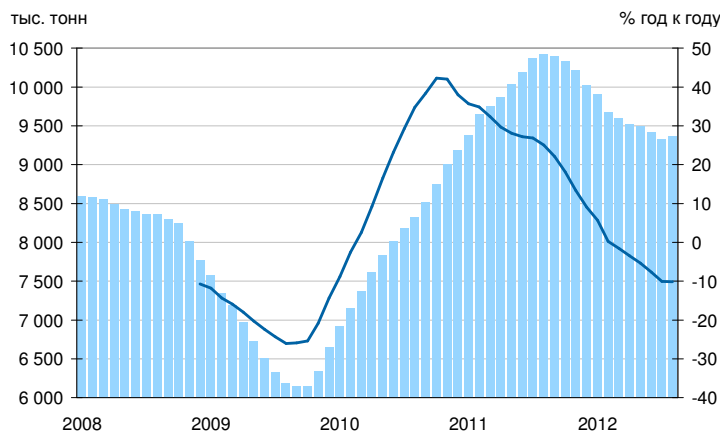
Источники: Росстат, Аналитический департамент НОМОС-БАНКА

Производство отдельных видов промышленных товаров, накопленным итогом за 12 мес.

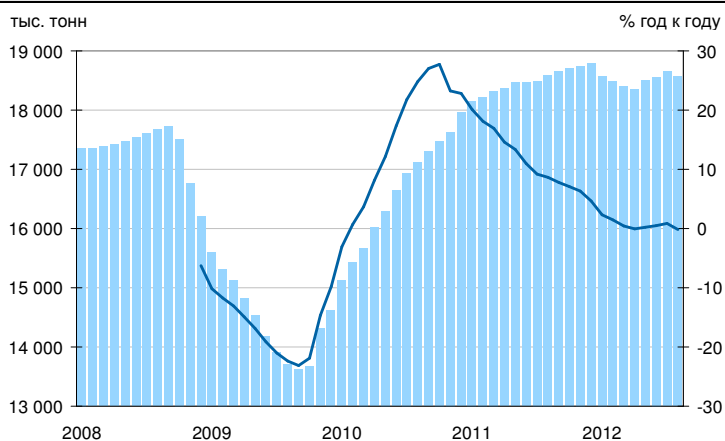
Прокат черных металлов



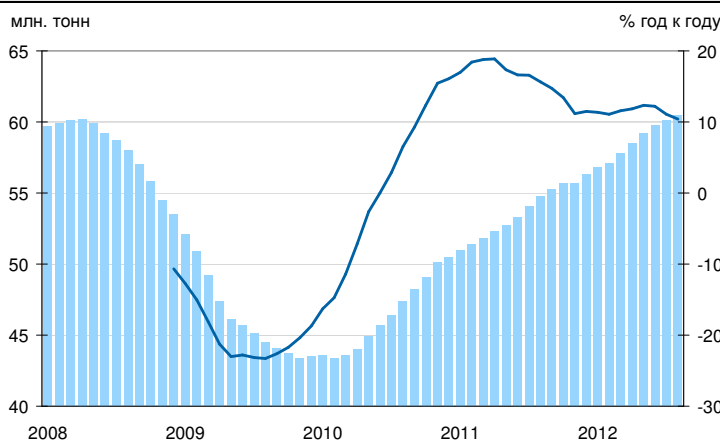
Стальные трубы



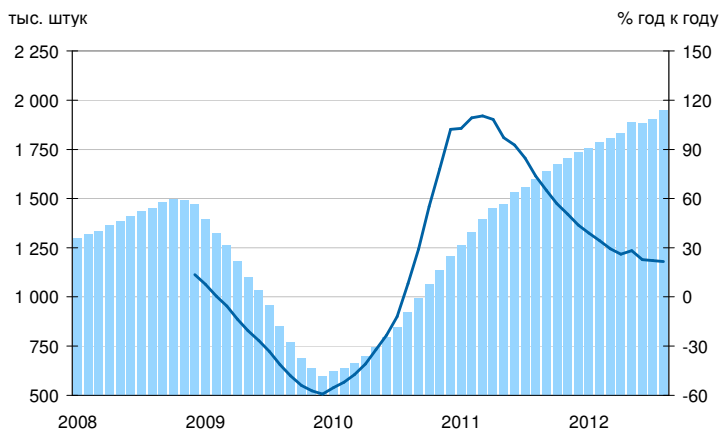
Удобрения



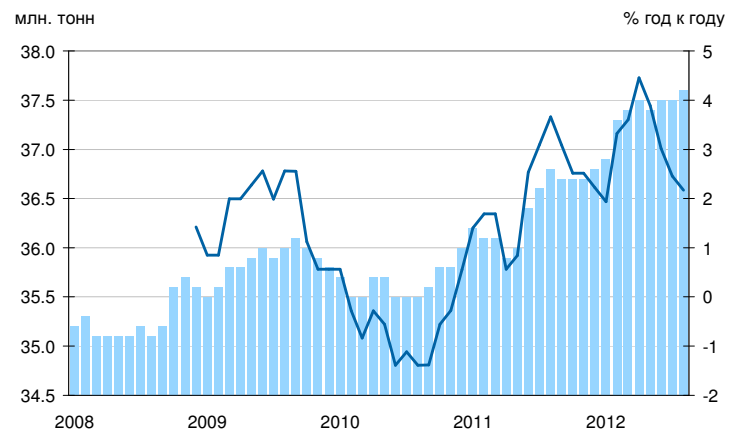
Цемент



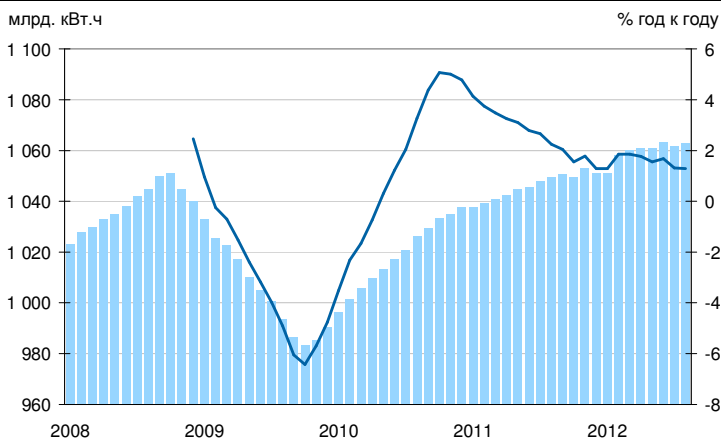
Легковые автомобили



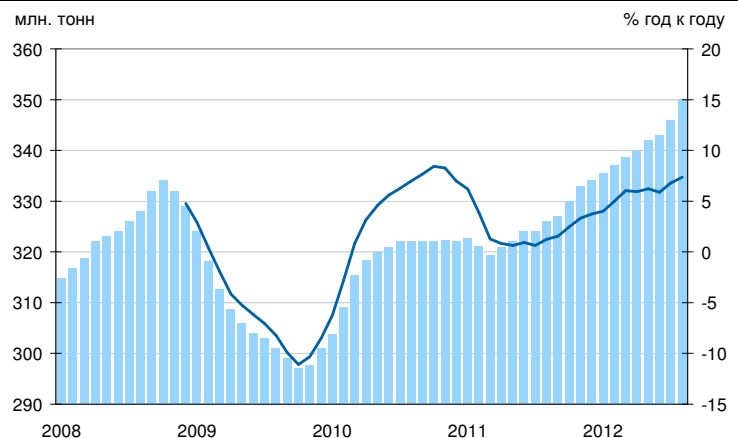
Бензин



Электроэнергия



Уголь



Источники: Росстат, Аналитический департамент НОМОС-БАНКА
Кирилл Тремасов

УБРиР (-В/-): первичное предложение.

По нашему мнению, кредитное качество эмитента, его акционерная структура и международные рейтинги делают интересным текущее предложение уже по нижней границе обозначенного диапазона доходности, то есть от 12,6% годовых.

Событие. Предварительно 24-26 сентября 2012 года будет открыта книга заявок на биржевые облигации ОАО «УБРиР» серии БО-01 объемом 2 млрд руб. Размещение займа на ФБ ММВБ запланировано на 28 сентября 2012 года. Индикативная ставка купона находится в диапазоне 12,25-12,75%, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 12,63-13,16% годовых. Размещение запланировано вне списка, в дальнейшем планируется включение в листинг «Б».

Комментарий. Среди ключевых моментов кредитного профиля банка мы отмечаем:

- **Акционерная структура.** Напомним, на 85,3% банк контролируется И.Алтушкиным, владельцем 80% Русской Медной Компанией. Третий по величине производитель меди в России отличается информационной закрытостью. В мае 2011 года компания оценивалась примерно в 3,6-4,8 млрд долл. Сейчас ввиду высоких цен на медь конъюнктура благоприятствует финансовому состоянию компании. Однако напомним, что с одним из проектов И.Алтушкина – ЕПК («Енисейская промышленная компания», бывший актив С.Пугачева) стоимостью 3 млрд долл. не все в порядке: Р.Байсаров, совладелец РМК, вышел из проекта, заявив, что есть риск утраты актива. Сейчас проект не продвигается, и лицензия может быть утрачена. Это может оказать негативное влияние на возможность поддержки банка со стороны акционера. Напомним, в 2011-2012 годах за счет средств И.Алтушкина капитал

банка был увеличен на 3,85 млрд руб. В ближайшее время дополнительных пополнений не предвидится, и увеличение собственных средств будет производиться за счет капитализации прибыли, размер которой, впрочем, невелик. При этом достаточность капитала банка по РСБУ (Н1) на 1 сентября 2012 года была на низком уровне – 10,5%.

- **Маржинальность и рентабельность бизнеса.** Структура пассивов банка оказывает давление на маржинальность его деятельности, что негативно отражается на прибыли кредитной организации. Напомним, что 70% пассивов эмитента – это средства клиентов, причем в подавляющем большинстве это депозиты физических лиц – 50 млрд руб. или 50% пассивов на 1 января текущего года. В кредитном портфеле пока все еще преобладают операции с юрлицами, несмотря на активное развитие розницы, в частности – потребкредитования. В результате, NIM в 2011-2012 годах держится на уровне 3,6-4,0%. Рентабельность активов не поднимается выше 0,6%.

В планах банка стать более розничным (52% от кредитного портфеля в 2014 году), при этом также несколько «разбавить» пассивы за счет облигационных займов (на настоящее время зарегистрировано 4 выпуска на 10 млрд руб.) и кредитных линий от банков, что в целом должно положительно сказаться на доходности бизнеса. Отметим, что по итогам текущего года банк планирует достичь прибыли 1,8 млрд руб. и RoAA порядка 1,7% при 241 млн руб. и RoAA 0,4% соответственно за 1 полугодие 2012 года. «Рывок» планируется сделать за счет сети отделений, которая быстро развивается в текущем году (с 211 шт. на 1 января до 314 шт. на 1 сентября 2012 года). Напомним, ключевым регионом присутствия для банка выступает Уральский регион, в частности – Екатеринбург. На наш взгляд, планы несколько амбициозные и во многом будут определяться способностью банка генерировать и капитализировать прибыль в необходимом объеме. В противном случае нормативные показатели «затормозят» развитие банка, не позволяя ему добиваться необходимого «эффекта от масштаба».

- **Портфель ценных бумаг и инвестиционная собственность.** Отметим, что по итогам 2011 года у банка в балансе появляется строка «Инвестиционная недвижимость» на 6 млрд руб., еще 2,7 млрд руб. – авансы девелоперским компаниям (в совокупности – 8,7% активов банка). Авансы девелоперским компаниям представляют собой инвестиции Группы в соответствии с инвестиционными контрактами в целях строительства жилых комплексов, офисных центров и прочей недвижимости в Москве, Екатеринбурге и Сочи. Инвестиционная недвижимость – участие в ЗПИФН, причем в большинстве случаев банк является единственным собственником паев фондов недвижимости. Таким образом, хотя в кредитном портфеле после физлиц преобладают металлургия (21%) и торговля (12%), риски строительной отрасли концентрируются в других операциях банка.

Портфель ценных бумаг составляет почти 32 млрд руб. на 1 сентября 2012 года. При этом, на наш взгляд, отличается довольно высоким качеством – около 74%, по данным УБРИР, приходится на бумаги с рейтингом «BBB», еще 18% – «BB». По нашему мнению, это формирует комфортную «подушку ликвидности» для кредитной организации.

- **Качество кредитного портфеля.** Отметим, что качество кредитного портфеля у банка сохраняется, по нашему мнению, довольно слабым. В презентации банк приводит данные по кредитам, «не работающим» более 360 дней, – 5,3% на конец 1 полугодия 2012 года. При этом только по розничным кредитам – 9,2%.

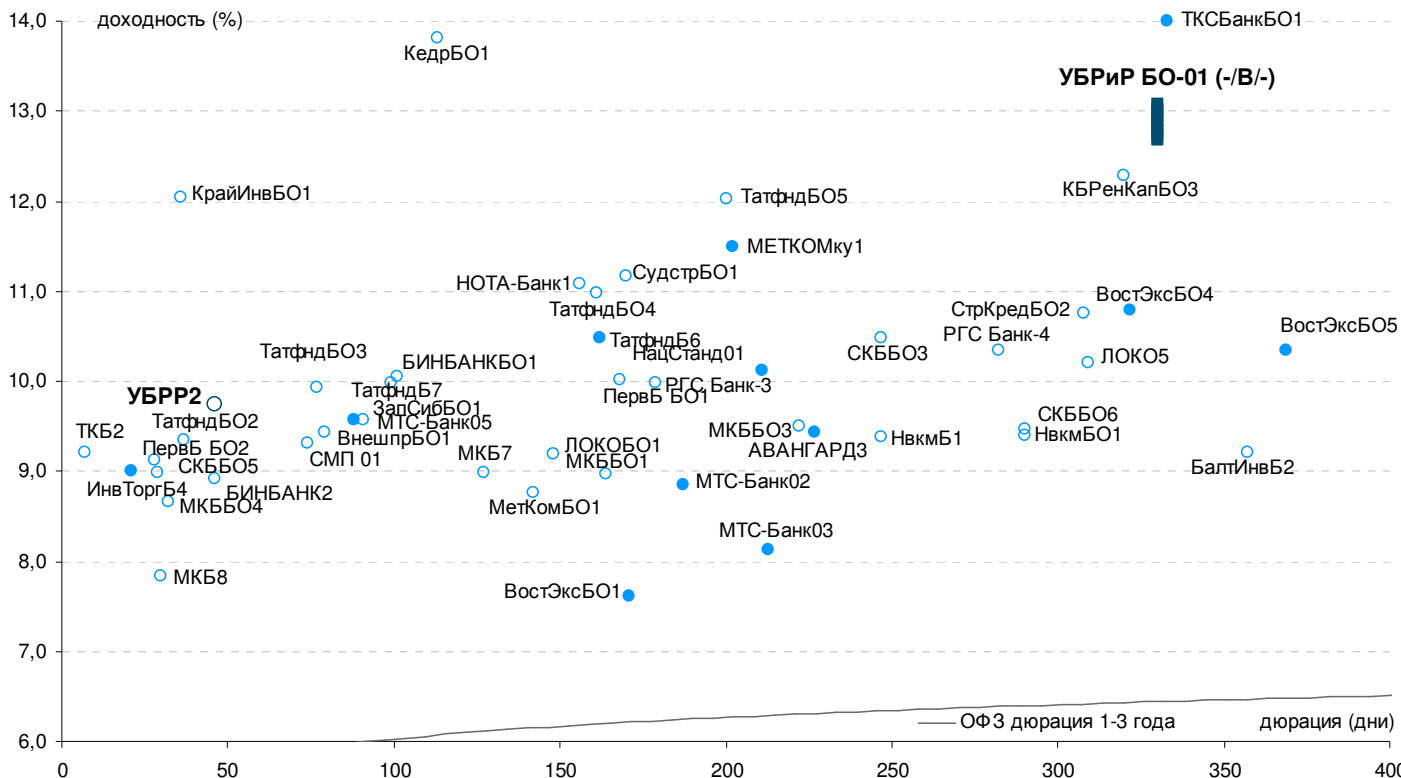
Предложенные банком уровни размещения лежат между двумя розничными банками: КБ Ренессанс Капитал (B2/B/B) и ТКС-Банк (B2/-/B). При этом УБРИР в 2-2,5 раза больше упомянутых кредитных организаций (45 место, 72 место и 92 место по активам соответственно). По нашему мнению, кредитное качество эмитента, его акционерная структура и международные рейтинги делают интересным текущее предложение уже по нижней границе обозначенного диапазона доходности, то есть от 12,6% годовых.

Финансовые показатели УБРиР по МСФО

Балансовые показатели, млрд руб.	2010	2011	1H 2012	1H 2012 / 2011	2012F
Активы	75 940	99 995	118 264	18%	112 176
Денежные средства и их эквиваленты	8 435	12 372	14 537	17%	-
доля в активах	11%	12%	12%	-	-
Кредиты	33 469	44 962	53 888	20%	-
Кредиты (gross)	36 788	47 633	57 281	20%	68 561
доля в активах	44%	45%	46%	-	-
NPL (360+)	9,7%	4,2%	5,3%	-	-
резервы	9,0%	5,6%	5,9%	-	-
Кредиты / Средства клиентов	0,6	0,6	0,7	-	-
Резервы / NPL	0,9	1,3	1,1	-	-
Финансовые вложения	21 641	24 281	31 966	32%	-
доля в активах	28%	24%	27%	-	-
Средства клиентов	54 473	69 503	74 637	7%	78 490
доля в активах	72%	70%	63%	-	70%
Капитал	4 722	7 053	8 988	27%	10 309
доля в активах	6%	7%	8%	-	9%
Total Capital Adequacy Ratio	9,2%	9,5%	-	-	-
Показатели прибыльности, млрд руб.	2010	2011	1H 2012	1H 2012 / 1H 2011	2012F
Чистые процентные доходы (net)	2 336,5	4 750,5	2 689,6	41%	-
Комиссионные доходы (net)	622,1	923,4	716,8	110%	-
Резервы начисленные	-364,4	-1 492,0	-727,4	-16%	-
Операционные доходы*	3 731,8	5 521,2	3 052,1	18%	-
Операционные расходы	-2 693,7	-3 400,9	-2 148,6	35%	-
Прибыль	578,3	504,8	241,3	132%	1 757
Качественные показатели деятельности	2010	2011	1H 2012	1H 2012 / 2011	2012F
RoAA	0,8%	0,6%	0,4%	-0,1 п.п.	1,7%
RoAE	14,5%	8,6%	6,0%	-2,6 п.п.	20,2%
NIM	2,5%	4,0%	3,6%	-0,4 п.п.	-
Cost / Income	72%	62%	70%	+8,8 п.п.	-

Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Доходности облигаций финансового сектора (17.09.2012)



Елена Федоткова

РЕСО-Гарантия (-/ВВ+/-): первичное размещение бондов серии 02.

Выпуск эмитента на фоне итогов дебютного размещения в начале сентября представляет интерес ближе к нижней границе индикатива с доходностью порядка 9% годовых.

Событие. Страховая компания РЕСО-Гарантия 21 сентября 2012 г. планирует начать сбор заявок на 10-летние облигации серии 02 объемом 5 млрд руб. Ориентир ставки 1 купона установлен в диапазоне 8,7-9,0% годовых, что соответствует доходности 8,89-9,20% годовых к оферте через 1 год. Размещение бондов на ММВБ предварительно назначено на 25 сентября.

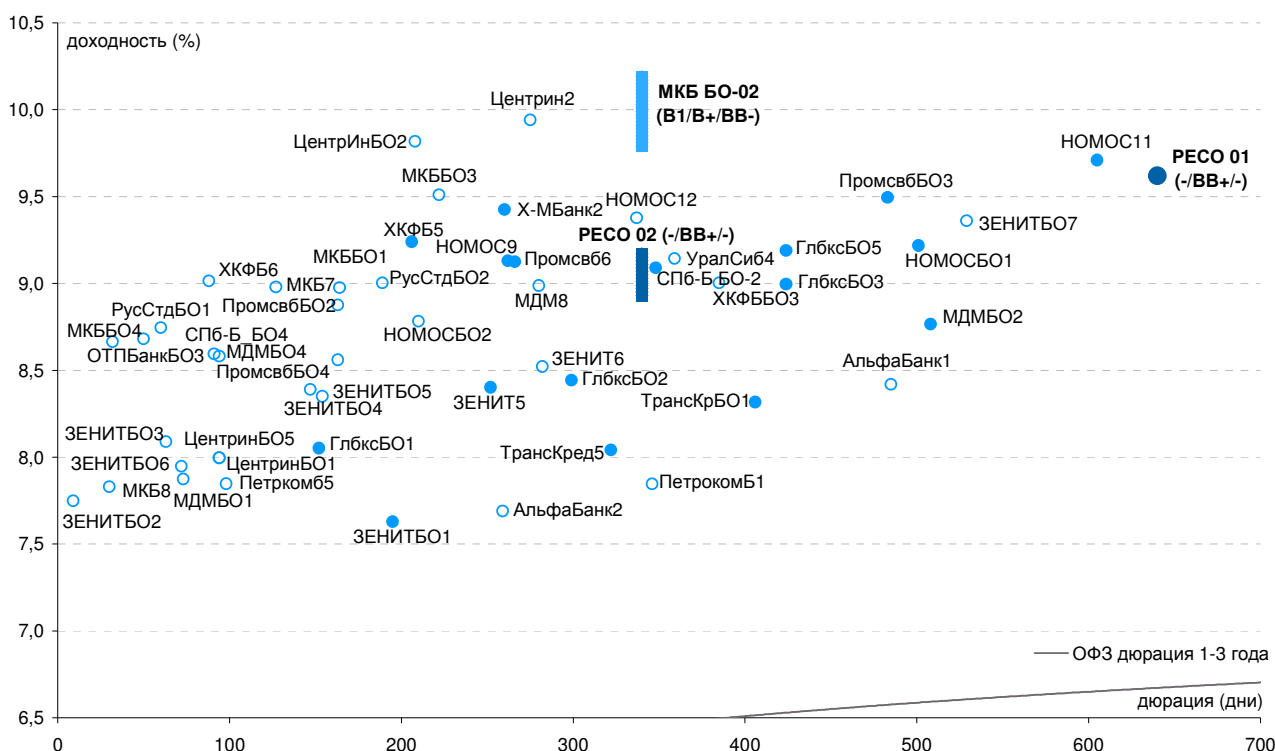
Комментарий. Напомним, что в начале сентября 2012 г. РЕСО-Гарантия уже разместила выпуск облигаций серии 01 объемом 5 млрд руб. с доходностью 9,62% годовых к оферте через 2 года (по нижней границе индикатива УТР 9,62-10,04% годовых). По данным организатора займа, спрос на бумаги превысил предложение в 2,2 раза и составил более 11 млрд руб.

Принимая во внимание итоги этого размещения, новые бонды РЕСО-Гарантия, на наш взгляд, с учетом более короткой дюрации могут представлять интерес ближе к нижней границе индикатива с доходностью около 9,0% годовых.

Кроме того, предложение РЕСО-Гарантия смотрится вполне конкурентным на первичном рынке среди бумаг эмитентов финансового сектора рейтинговой категории «ВВ-/ВВ+», например, биржевых облигаций МКБ серии БО-02 (В1/В+/ВВ-) с индикативом УТР 9,73-10,25% годовых к оферте через 1 год.

С нашим комментарием к дебютному выходу компании на долговой рынок можно ознакомиться в специальном обзоре: «РЕСО-Гарантия – итоги встречи с инвесторами в преддверии размещения облигаций».

http://www.nomos.ru/upload/iblock/f5f/credit_special_RESO_22082012.pdf

Доходности бумаг финансового сектора (17.09.2012 г.)

Александр Полютков

АПХ Мираторг: отчетность за 1 пол 2012 года.

Финансовые результаты холдинга за 2 кв. 2012 года оказались выше данных 1 квартала, что положительно сказалось и на кредитных метриках. Тем не менее, долговая нагрузка остается высокой, и перспективы ее снижения на фоне инвестиционных планов невысоки. Биржевые облигации Мираторг Финанс БО-01

неликвидные.

Событие. Вчера АПХ Мираторг представил промежуточные итоги за 1 пол. 2012 г. по МСФО.

Комментарий. Результаты холдинга за отчетный период оказались выше итогов 1 кв. этого года. Выручка компании за январь-июнь прибавила 7,8% к а.п.п.г. до 686 млн долл. (в рублях «+15,4%» до 20,97 млрд руб.), причем в ее структуре все больше занимает реализация собственной мясной продукции (52,9% против 37,0% годом ранее). В целом, рост выручки Мираторга был сопоставим с Черкизово («+7,8%» против «+8,7%» соответственно).

Прибыльность бизнеса Мираторга за 1 пол. 2012 г. заметно возросла: показатель EBITDA увеличился на 64,4% к а.п.п.г. до 219 млн долл., EBITDA margin составила 31,9% («+11,0 п.п.» к а.п.п.г.). Влияние на рост показателя оказала прибыль от переоценки стоимости биологических активов, главным образом товарных поросят и свиней («+65,7%» до 136,4 млн долл.). Для сравнения, EBITDA margin Черкизово за 1 пол. 2012 г. составила 19,5%. Отметим, что в отчетном периоде операционный денежный поток Мираторга хоть и снизился к а.п.п.г. («-43,2%» до 47 млн долл.) на фоне изменений в оборотном капитале, но был положительным в отличие от 1 кв. Отток по инвестиционной деятельности холдинга продолжил увеличиваться, составив за 1 пол. 2012 г. 182 млн долл. (в 2,3 раза больше а.п.п.г), причем за счет выдачи займов структурам, не входящим в консолидацию холдинга («+25,8%» до 277,5 млн долл.).

Что касается долговой нагрузки Мираторга, то в отчетном периоде она хоть и снизилась к 2011 г., но оставалась высокой: размер долга составил 1,2 млрд долл., а соотношение Долг/EBITDA составило 2,9х против 3,2х в 2011 г. У Черкизово данные метрики были комфортнее: Долг/EBITDA – 2,4х. Временная структура долга Мираторга была преимущественно долгосрочной (кредиты и займы, в основном от госбанков, с погашением более 1 года занимали 69,1%). Вместе с тем, короткий долг компании составил 373 млн долл., который рефинансировать самостоятельно без внешних источников, скорее всего, будет затруднительно, учитывая инвестиционные планы 2 полугодия. В то же время напомним, что Мираторг получил за январь-июнь 2012 г. госсубсидии по процентам в размере 28,6 млн долл. Отметим, что данный вид господдержки сохранится и после вступления России в ВТО.

Биржевые облигации Мираторг Финанс БО-1 (УТР 12,99%/478 дн.) по-прежнему неликвидные, и мы не ждем реакции в котировках на отчетность холдинга.

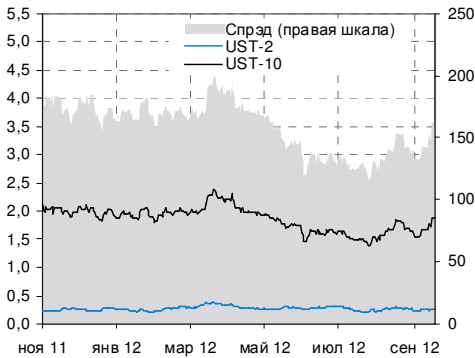
млн долл.	АПХ Мираторг			Группа Черкизово		
	1 пол. 2012	1 пол. 2011	Изм. %	1 пол. 2012	1 пол. 2011	Изм. %
Выручка	686	636	7,8	749	689	8,7
Операционный денежный поток	47	82	-43,2	147	90	62,9
EBITDA	219	133	64,4	146	106	37,7
EBITDA margin	31,9%	20,9%	11,0 п.п.	19,5%	15,4%	4,1 п.п.
Чистая прибыль	167	91,997	82,0	96	66	45,5
margin	24,4%	14,5%	9,9 п.п.	12,9%	9,6%	3,3 п.п.
	1 пол. 2012	2011	Изм. %	1 пол. 2012	2011	Изм. %
Активы	2 008	1 731	16,0	1 702	1 691	0,7
Денежные средства и их эквиваленты	50	32	52,9	30	28	6,4
Финансовый долг, в т.ч.:	1 208	1 045	15,6	694	748	-7,2
долгосрочный	835	727	14,9	490	534	-8,1
краткосрочный	373	318	17,2	204	214	-4,9
Чистый долг	1 158	1 012	14,4	664	720	-7,7
Фин.долг/EBITDA	2,9	3,2	-	2,4	3,0	-
Чистый долг/EBITDA	2,8	3,1	-	2,3	2,9	-
Фин. долг/Активы	0,6	0,6	-	0,4	0,4	-

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

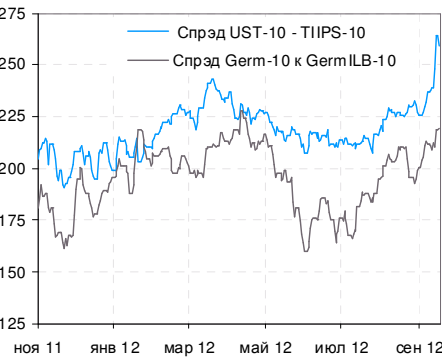
Александр Полютков

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

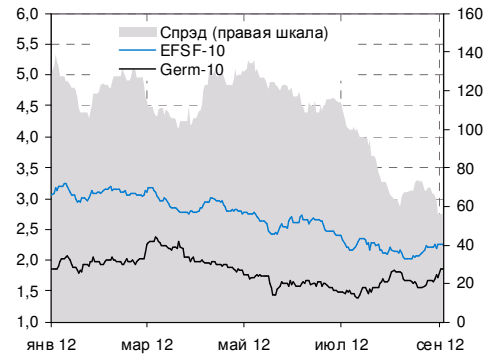
Казначейские обязательства США 2-летн. и 10-летн.



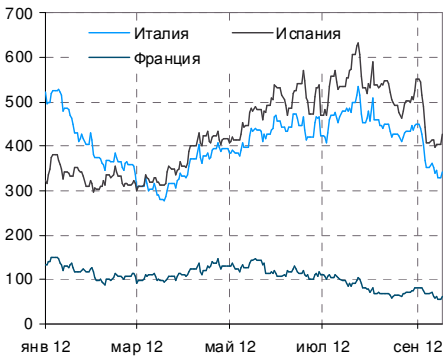
Спрэд UST-10 к TIPS-10 и Germ-10 к GermILB-10



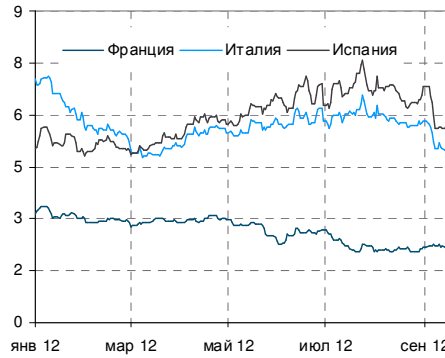
10-летние бумаги Германии и EFSF-10



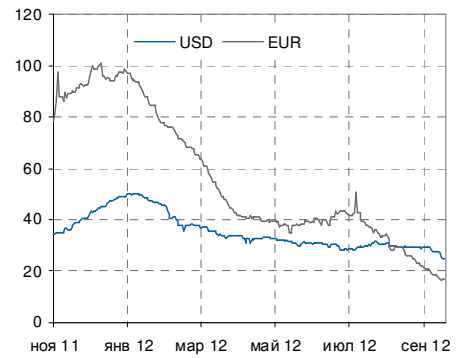
Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

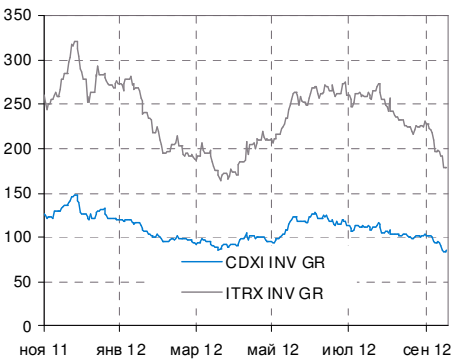


Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

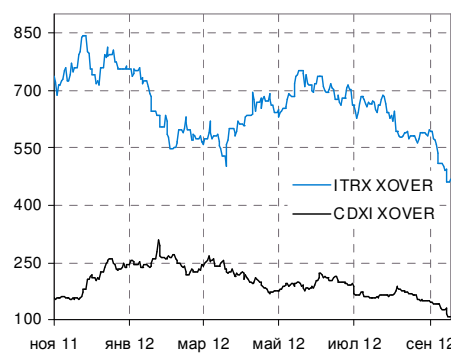


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

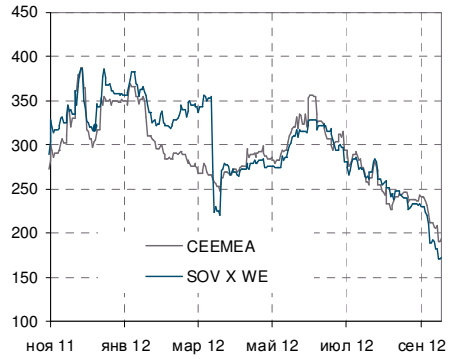
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX / Cross-Over

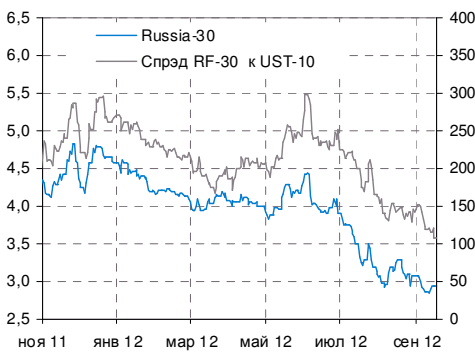


ITRX / Governments

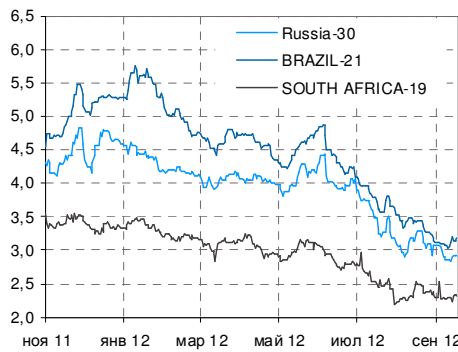


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

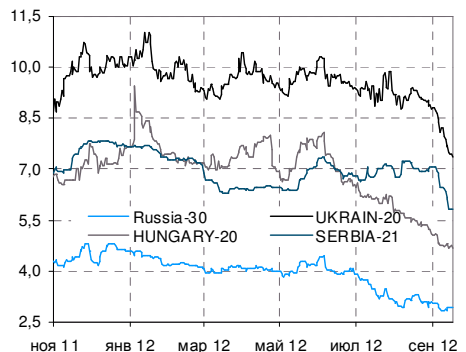
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

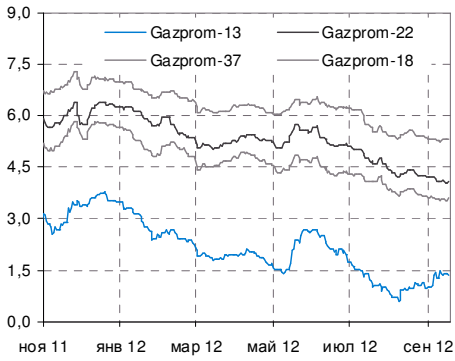


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

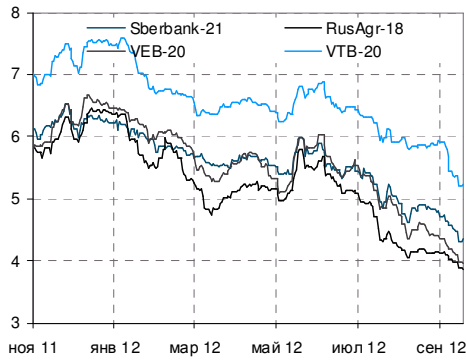


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

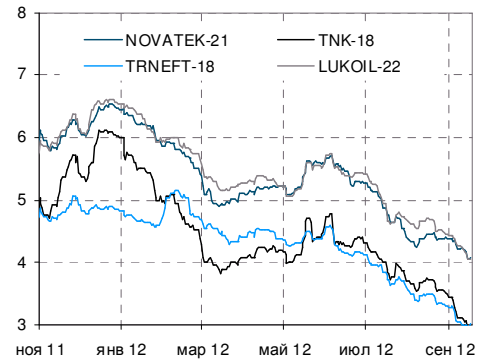
Еврооблигации Газпрома



Евробонды госбанков



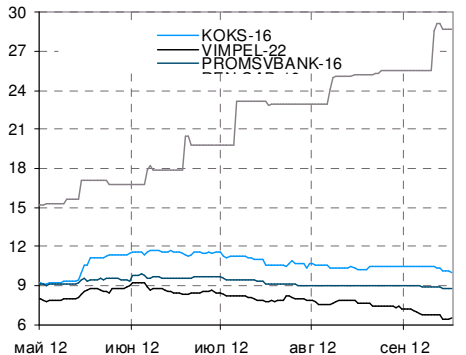
Еврооблигации нефтегазового сектора



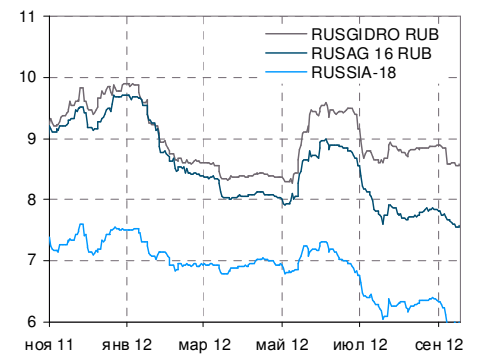
Еврооблигации металлургического сектора



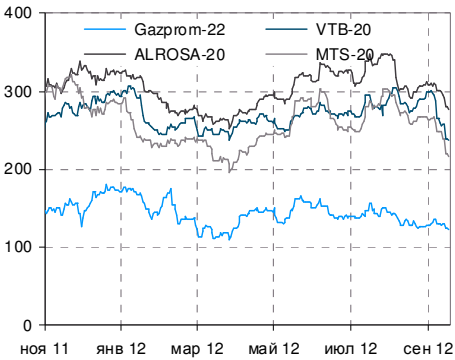
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



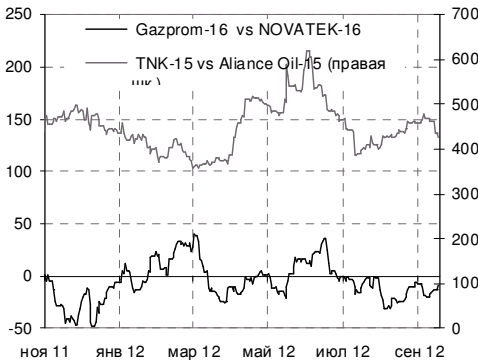
Еврооблигации, номинированные в рублях



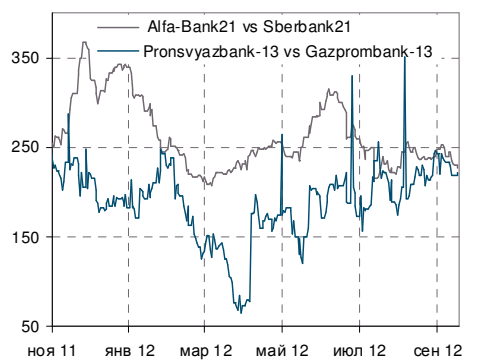
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

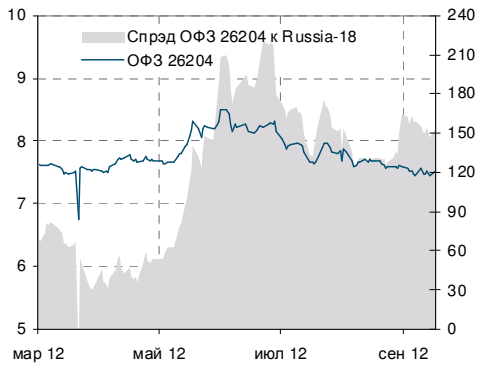


Спрэды в банковском секторе

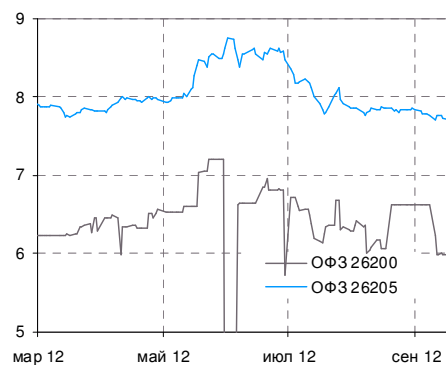


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

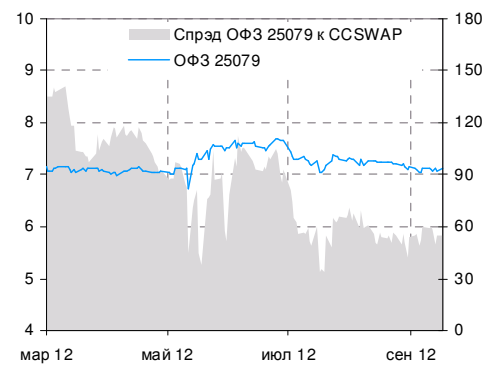
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

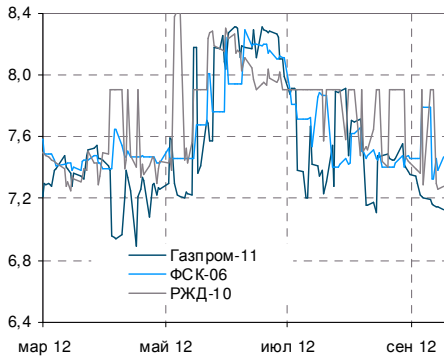


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

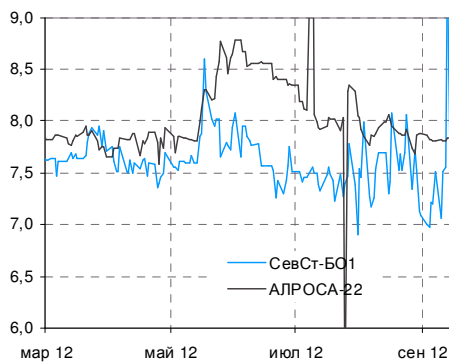


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

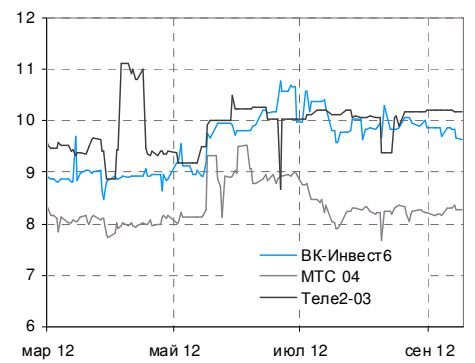
Доходности российских монополий



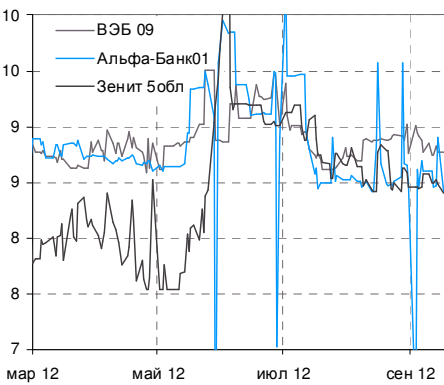
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



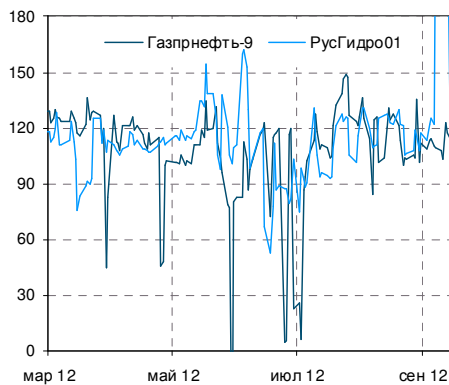
Доходности "Телекоммуникации"



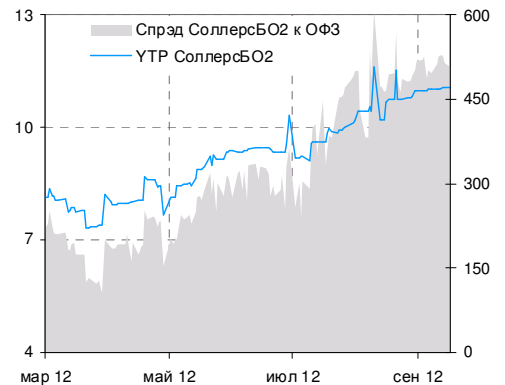
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

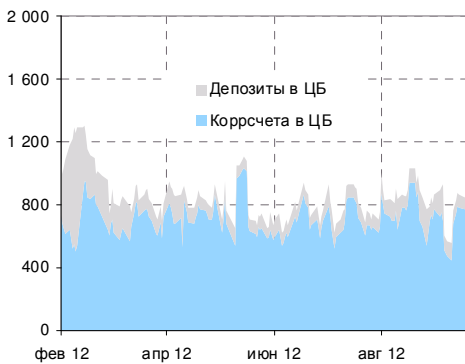


Облигации с текущей доходностью выше 10%

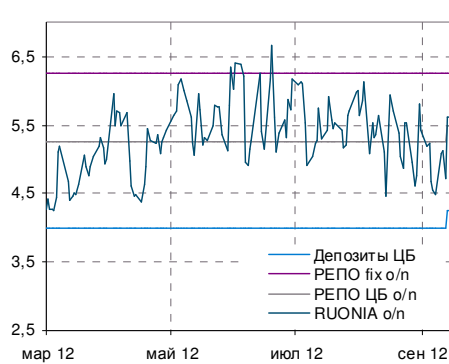


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

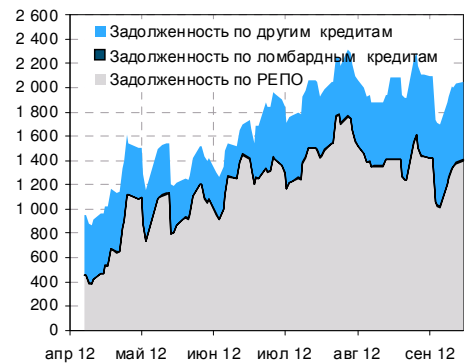
Динамика депозитов и остатков на корсчетах



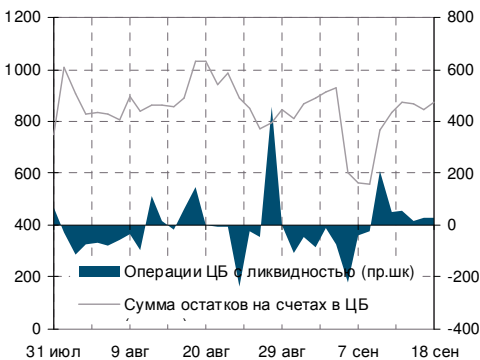
Динамика ставок денежного рынка



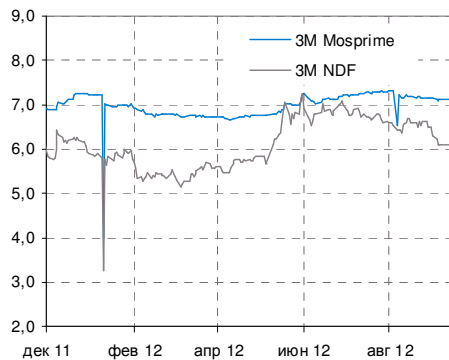
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



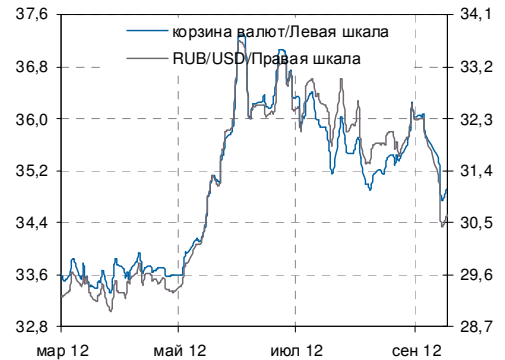
Влияние ЦБ на объем банковской ликвидности



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

Банки

Андрей Михайлов, FCCA

Mikhajlov_AS@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Александр Полютков

Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова

Fedotkova_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк рассматривают в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков банков в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

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

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