

Конъюнктура рынков

Внешние рынки

Внешние площадки вчера ощутили некоторый приток позитива, обусловленный нарушающими «темную полосу» макроотчетами, главным образом из США, а также позитивными корпоративными отчетами. Что касается опасений по части европейских проблем, то они сохраняются, хотя в целом удовлетворительные вчерашние аукционы по новым обязательствам Испании и Нидерландов позволили избежать очередной волны sale-off.

Российские еврооблигации

Во вторник в сегменте российских еврооблигаций преобладал достаточно позитивный настрой. Во многом этому способствовали проявления покупательского энтузиазма на внешних площадках, а также достаточно стабильная ситуация в сырьевом сегменте, поддерживающая интерес к российским рискам.

Рублевые облигации

В рублевых облигациях не наблюдалось проявлений спроса. Вторичный рынок остается под влиянием отрицательных переоценок. На первичном рынке появляются прецеденты переноса планов по размещению на неопределенный срок.

FX/Rates

Локальный валютный рынок вслед за появлением первых признаков спроса на рискованные активы на международных площадках незамедлительно отреагировал усилением позиций рубля.

Наши ожидания

Для глобальных площадок сегодня центральным событием дня станут итоги очередного заседания FOMC, причем не в части анонса ставки, а комментариев регулятора. При этом еще в первой половине дня рынки будут внимательно следить за выступлением главы ЕЦБ М. Драги. В остальном же день не обещает серьезных потрясений, в части нового предложения, способного итогами размещения повлиять на общий настрой, отмечаем доразмещение 30-летних бумаг Германии и 5-летних UST.

Для российских еврооблигаций внешний фон будет «диктовать» возможный сценарий торгов, при этом общий фон сохраняется достаточно позитивным, получая поддержку сырьевого сегмента.

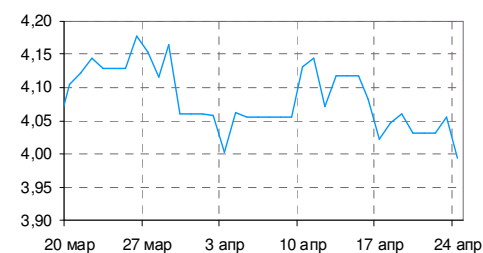
На внутреннем долговом рынке в центре внимания размещение нового выпуска ОФЗ, где мы не ждем избыточного ажиотажа по причине отсутствия какой-либо премии к рынку.

Локальный валютный рынок сегодня, на наш взгляд, продолжит демонстрировать усиление позиций рубля. Однако следует внимательно следить за изменением внешнего фона, который может существенно поменяться после выступления представителей монетарных властей ЕС и США.

Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	3,99	-6
CDS России	206	6
MOSPRIME o/n	5,80	4
NDF 3M	5,73	-5
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	709,1	-22
Остатки на депозитах, млрд руб.	89,9	16
Доллар / рубль (ЦБ), руб	29,35	-0,19
Корзина (ЦБ), руб	33,57	-0,13

Динамика доходности Russia-30



Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3M	0,47	0,0
ERIBOR 3M	0,73	-0,4
EUR/USD	1,32	
UST-10	1,97	4
Германия-10	1,70	5
EFSF-10	3,01	7
Италия - 10	5,66	-5
Испания - 10	5,84	-13
Португалия-10	11,21	-3
CDS 5Y Ирландия	576	-11
CDS 5Y Португалия	1023	4
CDS 5Y Италия	454	-15
CDS 5Y Испания	491	-19

Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	676,0	-15
iTRAXX CEEMEA 5Y	291,2	-7
iTRAXX SOVX WE 5Y	281,8	-2

Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 25075	7,06	1
ОФЗ 26205	8,00	2
ОФЗ 26207	8,24	1
Газпром-11	7,30	1
РЖД-10	7,47	6
ФСК-6	7,47	0
РусГидро-1	8,38	2
МТС-04	8,00	0
Вк-Инвест6	8,96	0
Северсталь-БО1	7,35	-24
ВЭБ-09	8,74	-3
Альфа-Банк01	8,68	3

Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	7,00	-1
Gazprom-37	6,17	-6
Sberbank-21	5,62	-3
AlfaBank-21	8,20	1
Evraz-18	7,45	-4
Vimpel-22	8,17	-12
TNK-BP-18	4,72	-8

Главные новости

Минфин оценил дефицит бюджета 2012 в 0.1 % ВВП.

Правительство увеличило расходы бюджета на 2012 год на 89 млрд. рублей, но мы опасаемся, что на этом оно не остановится. При стабильной ситуации в мировой экономике и текущих ценах на нефть Правительство может позволить себе потратить ещё дополнительно 400-500 млрд. рублей в течение года.

Банк Русский Стандарт (ВаЗ/В+/В+): отчетность по МСФО за 2011 год, новое предложение.

Банк продемонстрировал позитивную динамику показателей по МСФО за 2011 год: наблюдается и качественный, и количественный рост. Выход отчетности вполне может повысить интерес инвесторов к бумагам эмитента. Впрочем, в последнее время спрэд к выпускам ХКФ-Банка и кривой крупных универсальных банков уже заметно сузился. Новый выпуск БО-06 может быть интересен при доходности от 9,3% к 1,5-летней оферте.

Соллерс: новая ставка 9,25%.

На фоне выпуска серии 02 с незначительно более длинной дюрацией новая ставка выглядит агрессивно.

Домашние деньги (-/-/-): первичное предложение.

Довольно яркий дебют, при этом start-up. В целом, эмитент (микрофинансовая организация) может повторить опыт ТКС-Банка, начинавшего с купонов на уровне 18-20% и разместившегося в апреле текущего года с купоном 13,25%. Предложение ООО «Домашние деньги» с купоном 19% (УТР 19,9%) вполне соответствует существующим рискам.

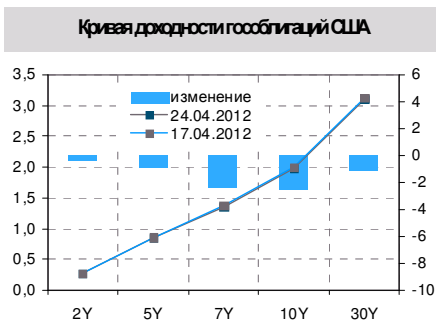
Вы можете подписаться на рассылку наших обзоров по электронной почте, либо на нашем сайте в интернете. Для этого Вам достаточно прислать заявку с указанием адреса электронной почты, на который Вы хотели бы получать аналитические материалы, на адрес research@nomos.ru или, пройдя по ссылке <http://nomos.ru/investment/special/>,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

Рыночная конъюнктура

Внешние рынки

Внешние площадки вчера ощутили некоторый приток позитива, обусловленный нарушающими «темную полосу» макроотчетами, главным образом из США, а также позитивными корпоративными отчетами. Что касается опасений по части европейских проблем, то они сохраняются, хотя в целом удовлетворительные вчерашние аукционы по новым обязательствам Испании и Нидерландов позволили избежать очередной волны *sale-off*.

В ходе вчерашних торгов на глобальных площадках проявилось менее агрессивное, чем в предыдущие дни, отношение к рисковому активам. С одной стороны, можно было бы утверждать, что рост спроса на риски во вторник – это всего лишь попытки «откупить» изрядно подешевевшие днем ранее активы. С другой, для покупок имелась определенная «фундаментальная» поддержка. Опубликованные макроданные из США, характеризующие динамику продаж новых домов (328 тыс. при прогнозе в 321 тыс. и пересмотр в сторону повышения до 353 тыс. февральского значения) внесли светлых оттенков в «темную полосу», которая сформировалась после предыдущих отчетов. Индекс опережающих индикаторов Китая и статистика промышленных заказов по ЕС оказались достаточно слабыми, но негативной реакции на это не проявилось. Вероятно, по причине того, что инвесторы концентрировались на иных новостях, в частности, итогах проходивших вчера размещений новых обязательств Испании и Нидерландов. В этой части важно отметить, что, хотя доходности по итогам размещения сложились ощутимо выше, чем на аналогичных предыдущих аукционах, большее значение для общего сентимента в части европейских обязательств имел место фактор проявленного спроса и возможность для размещения всего запланированного объема.



Итоги аукционов по размещению испанских векселей

	3 месяца			
Дата	24 апр	27 мар	21 фев	24 янв
Объем размещения млн евро	725	1 499	1 736	1 400
Доходность средневзвешенная	0,63%	0,38%	0,40%	1,29%
bid/cover	7,61	3,51	4,04	4,32
	6 месяцев			
Дата	24 апр	27 мар	21 фев	24 янв
Объем размещения млн евро	1 208	1 080	764	1 107
Доходность средневзвешенная	1,58%	0,84%	0,76%	1,85%
Bid/Cover	3,25	5,56	10,24	6,87

Источник: Bloomberg, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Поскольку в этом ракурсе аукционы сложились довольно благополучно, можно было наблюдать снижение давления продавцов на сегмент в целом.

Так, по испанским 10-летним бумагам доходность снизилась на 13 б.п. до 5,84%, по итальянским той же срочности – на 5 б.п. до, 5,66%.

Сегмент американского госдолга вчера испытал на себе влияние возобновившихся покупок в рисковом активах. Кроме того, сказался и фактор нового предложения. Доходность 10-летних UST прибавила 4 б.п. до 1,97% годовых. Что касается продажи новых 2-летних UST в объеме 35 млрд долл., то их размещение характеризовалось чуть большим, чем в марте этого года, спросом: bid/cover увеличился до 3,76x с 3,69x, хотя максимальная доходность снизилась до 0,27% с 0,34%. Доля покупателей-нерезидентов изменилась незначительно: 32,1% против 34,3% в марте.

Международный валютный рынок в ходе вчерашних торгов демонстрировал усиление позиций европейской валюты, испытавшей довольно сильное снижение в понедельник. Первую волну покупок евро можно было наблюдать еще в рамках азиатской сессии. Данные о росте индекса потребительского доверия во Франции до 88 п. при ожидании 87 п. лишь усилили восходящий тренд. Вместе с тем, нельзя сказать, что пара EUR/USD с легкостью отыграла уровни, потерянные в понедельник. Сильную поддержку европейской валюте оказали умеренно позитивные итоги аукционов по размещению госбумаг стран ЕС. Примечательно то, что представленные данные с рынка жилья в США практически не нашли отражения на ходе торгов. По итогам дня пара EUR/USD находилась на уровне 1,3193х. Сегодня основное внимание инвесторов будет сконцентрировано на выступлении главы ФРС по итогам двухдневного заседания комитета по открытым рынкам.

*Ольга Ефремова
Алексей Егоров*

Российские еврооблигации

Во вторник в сегменте российских еврооблигаций преобладал достаточно позитивный настрой. Во многом этому способствовали проявления покупательского энтузиазма на внешних площадках, а также достаточно стабильная ситуация в сырьевом сегменте, поддерживающая интерес к российским рискам.

Во вторник в сегменте российских еврооблигаций установились достаточно позитивные настроения. В целом, можно обозначить лидером роста суверенный выпуск Russia-42, который за вчерашний день прибавил порядка 1,5%, доходность бумаг снизилась до 5,25% годовых. При этом интерес к бумагам Russia-30 был ощутимо слабее, и здесь положительные переоценки вчерашнего дня ограничивались 50 б.п. Вместе с тем, доходность выпуска снова опустилась ниже отметки в 4% годовых – до 3,99% годовых.

В корпоративном секторе также были заметны покупатели. В центре спроса были выпуски, наиболее интенсивно терявшие в цене в предыдущие дни. В частности, в бумагах ВымпелКома котировки прибавляли порядка 50-75 б.п. (по Vimpel-22 и Vimpel-21 наиболее существенно).

Кроме того, участники усилили интерес к бумагам Лукойла, Сбербанка и РЖД. Так, в бумагах Lukoil-19, Lukoil-20, Lukoil-12 котировки прибавляли порядка 50 б.п. Кривая Сбербанка фактически по всей длине отражала рост котировок на 50-75 б.п. (наиболее ощутимо по длинным бумагам Sberbank-22). Среди торгуемых выпусков РЖД наиболее востребованным вчера был Rail-22, его котировки прибавили 35 б.п.

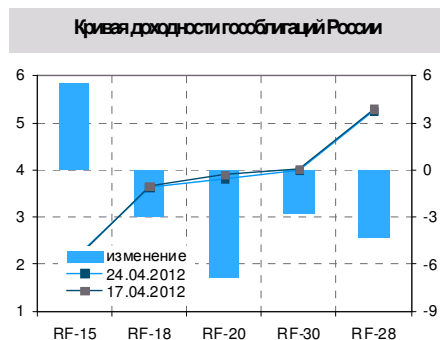
Более комфортной стала вчера ситуация и в части выпусков, присутствующих на рынках менее недели, особенно в бумагах Распадской и Евраз. Бондам Распадской удалось снова «перешагнуть» номинал, бумаги Евраз-17 подорожали до 100,5% (YTM 7,28%).

Ольга Ефремова

Рублевые облигации

В рублевых облигациях не наблюдалось проявлений спроса. Вторичный рынок остается под влиянием отрицательных переоценок. На первичном рынке появляются прецеденты переноса планов по размещению на неопределенный срок.

Локальный долговой рынок не проявлял какого-то покупательского энтузиазма. В сегменте госбумаг продолжались отрицательные переоценки, наиболее серьезно затрагивающие выпуски с длинного конца кривой. Котировки бумаг серий 26204, 26205, 26206, 26207 и 26208 снизились в диапазоне от 10 до 25 б.п. Хотя, казалось бы, новости о том, что Минфин планирует уменьшить программу заимствований на текущий



год в силу ожидания дополнительных доходов, должны были поддержать инвесторов, ориентирующихся на госдолг. Не воспринимается участниками рынка в качестве фактора поддержки и имеющие место попытки рубля укрепляться. На фоне этого нет однозначного прогноза по части сегодняшнего размещения нового 5-летнего выпуска серии 25080, который будет предложен траншем в объеме 35 млрд руб. При этом индикатив, обозначенный Минфином (7,55% - 7,6%), отражает, что какой-либо премии к рынку предложено не будет. При таком «раскладе» наши ожидания результатов достаточно консервативны: при доходности, соответствующей верхней границе будет размещено не более 50% предложения.

В части корпоративных бумаг торги по-прежнему проходят весьма вяло: сделок немного, котировки меняются без четкого тренда. Наиболее серьезные отрицательные переоценки в диапазоне 10-40 б.п. можно было наблюдать вчера по выпускам Башнефти, Газпром-11, ТГК2-БО1, Глобэксбанк-БО2, ММК-БО4, биржевым выпускам ТКС Банка, а также в бондах НижегородОБл-7. В то же время покупателям были интересны выпуски Металлоинвеста, ЕвразХолдинг-Финанса, а также РСХБ-15, а также

Отметим, что в целом слабую готовность рынка к покупкам, особенно в бумагах эмитентов, чье кредитное качество сложно назвать «эталонным», подчеркивают анонсы переноса планирующихся размещений на неопределенный срок.

Ольга Ефремова

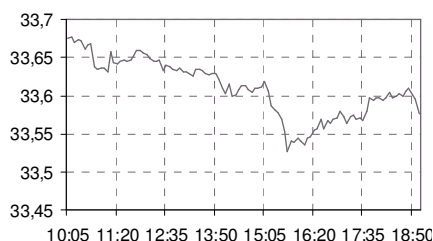
Forex/Rates

Локальный валютный рынок вслед за появлением первых признаков спроса на рискованные активы на международных площадках незамедлительно отреагировал усилением позиций рубля.

Ситуация, складывающаяся на международных площадках до открытия торгов на российской бирже, позитивно сказалась на курсе рубля в первые минуты. При этом доллар подешевел на 11 коп. По всей видимости, улучшение внешнего фона стало для экспортеров переломным моментом. Вследствие чего начавшиеся активные продажи валюты, наблюдаемые в первые минуты торгов, продолжились. По итогам дня курс доллара составил 29,36 руб., а стоимость бивалютной корзины - 33,58 руб.

Ликвидность банковской системы опустилась ниже 800 млрд руб. Так, согласно данным ЦБ, сумма остатков на корсчетах и депозитах уменьшилась на 6,8 млрд руб. до 799 млрд руб. Вместе с тем, на прошедшем вчера семидневном аукционе прямого РЕПО от ЦБ кредитные организации привлекли немногим больше 500 млрд руб., что после возврата ранее привлеченных средств «оставит» в системе порядка 132 млрд руб.

Динамика бивалютной корзины



Структура спроса на семидневных аукционах прямого РЕПО с ЦБ и динамика ставок денежного рынка



Источник: ЦБ РФ, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

На наш взгляд, данных ресурсов будет достаточно для относительно безболезненной уплаты сегодня НДС и акцизов. В тоже время, роста ставок денежного рынка все же не удастся избежать. Так, MosPrime о/п вчера составила 5,8%. Примечательно то, что банки по-прежнему неохотно привлекают ресурсы Минфина. Если ранее одним из основных аргументов была маленькая сумма (10 млрд руб.), то теперь ключевым индикатором является стоимость ресурсов. Как мы полагаем, вчерашнее избыточное предложение от ЦБ также негативно отразилось на спросе на ресурсы от Минфина.

Алексей Егоров

Наши ожидания

Для глобальных площадок сегодня центральным событием дня станут итоги очередного заседания FOMC, причем не в части анонса ставки, а комментариев регулятора. При этом еще в первой половине дня рынки будут внимательно следить за выступлением главы ЕЦБ М. Драги. В остальном же день не обещает серьезных потрясений, в части нового предложения, способного итогами размещения повлиять на общий настрой, отмечаем доразмещение 30-летних бумаг Германии и 5-летних UST.

Для российских еврооблигаций внешний фон будет «диктовать» возможный сценарий торгов, при этом общий фон сохраняется достаточно позитивным, получая поддержку сырьевого сегмента.

На внутреннем долговом рынке в центре внимание размещение нового выпуска ОФЗ, где мы не ждем избыточного ажиотажа по причине отсутствия какой-либо премии к рынку.

Локальный валютный рынок сегодня, на наш взгляд, продолжит демонстрировать усиление позиций рубля. Однако следует внимательно следить за изменением внешнего фона, который может существенно поменяться после выступления представителей монетарных властей ЕС и США.

*Ольга Ефремова
Алексей Егоров*

Календарь событий

Долговой рынок

- 25 апреля Размещение: ОФЗ 25080, первый транш в объеме 35 млрд руб..
 Размещение: Связь-Банк, 04
 Размещение: ЮТэйр-Финанс, БО-06, БО-07
 Размещение: Лизинговая компания УРАЛСИБ, БО-07
- 26 апреля Размещение: СУ-155 Капитал, 04
- 27 апреля Размещение: Московский Кредитный банк, БО-03
 Размещение: ФСК ЕЭС, 12
 Размещение: КБ Кольцо Урала, 01
 Размещение: Азиатско-Тихоокеанский Банк, 01

Внешний долговой рынок

- 25 апреля Доразмещение 30-летних гособлигаций Германии на 3 млрд евро.
 Размещение UST-5 в объеме 35 млрд долл.
- 26 апреля Размещение госбумаг Италии, векселей и облигаций с плавающей ставкой.
 Размещение UST-7 в объеме 29 млрд долл.
- 27 апреля Размещение гособлигаций Испании с погашением в 2014 и 2022 годах.
- 30 апреля Размещение гособлигаций Франции.

Макроэкономические события

- 25 апреля Статистика заказов на товары длительного пользования за март
Заседание FOMC, решение по учетной ставке, анонс экономических прогнозов от FOMC.
- 26 апреля Индексы потребительского доверия по ЕС по секторам: промышленность, сфера услуг.
 Прогнозный CPI В Германии в апреле.
 Незавершенные продаж на рынке недвижимости в США за март
- 27 апреля Пресс-конференция главы Банка Японии. Мартовские отчеты по безработице, промпроизводству, розничным продажам, инфляции в Японии.
 Индекс потребительского доверия в Германии.
 ВВП США за 1 квартал 2012 года.
 Индекс потребительского доверия в США от Мичиганского университета / прогноз за апрель.
- 30 апреля CPI по ЕС / прогноз апрель.
 Статистика персональных доходов и расходов в США в марте.

Корпоративные события

- 26 апреля Газпром, МСФО, 11 г
 АФК Система, финотчет, 11 г
- 27 апреля Ростелеком, МСФО, 11 г

Денежный рынок

- 25 апреля Уплата НДС и акцизов.
- 25 апреля Депозитный аукцион Минфина объемом 50 млрд руб.

25 апреля Возврат Минфину 10 млрд руб с депозитов (14 фев под 7,05%).

28 апреля Уплата налога на прибыль.

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Новости коротко

Макроновости

- **Спрос на средства федерального бюджета** на очередном депозитном аукционе Минфина РФ составил 700 млн руб. при предложении в 50 млрд руб. В аукционе приняли участие 2 банка. Ставка отсечения составила 6,05% годовых. Средневзвешенная ставка по подлежащим удовлетворению заявкам – 6,09% годовых. Дата внесения депозитов – 25 апреля 2012 года, дата возврата депозитов – 30 мая 2012 года.
- По данным Росстата, за первые два месяца 2012 года **доля убыточных организаций** по сравнению с соответствующим периодом 2011 года снизилась на 3,7% и составила 33,2%. В январе-феврале 2012 года сальдированный финансовый результат (прибыль минус убыток) организаций (без субъектов малого предпринимательства, банков, страховых организаций и бюджетных учреждений) в действующих ценах составил 1515,6 млрд. руб. («+19,4%» к данным за январь-февраль 2011 по сопоставимому кругу организаций).

Долговые рынки

- Минфин России 25 апреля проведет аукцион по размещению нового выпуска **ОФЗ-ПД серии 25080** на сумму 35 млрд руб. Срок обращения ценных бумаг составит 5 лет. Купонный доход по облигациям выплачивается каждые полгода по ставке 7,4% годовых. Индикативная доходность размещения обозначена Минфином интервалом от 7,55% до 7,60%.
- По данным ФБ ММВБ, с 25 апреля торги **облигациями ООО «ЕвразХолдинг Финанс»** серий 05 и 07 будут проходить в котировальном списке «Б», до этого зафмы торговались в в котировальном списке «В».

Главные новости

Минфин оценил дефицит бюджета 2012 в 0.1 % ВВП

Правительство увеличило расходы бюджета на 2012 год на 89 млрд. рублей, но мы опасаемся, что на этом оно не остановится. При стабильной ситуации в мировой экономике и текущих ценах на нефть Правительство может позволить себе потратить ещё дополнительно 400-500 млрд. рублей в течение года.

Событие. Минфин опубликовал законопроект о поправках к бюджету на 2012 год. В соответствии с этим документом ожидаемые доходы бюджета увеличены на 897 млрд. рублей, расходы повышены на 89 млрд. рублей. Дефицит бюджета в новой версии Минфина составит 68 млрд. рублей (0.1 % ВВП).

Параметры бюджета 2012

	В прежней версии	В новой версии	изменение
ВВП номинальный, млрд. руб.	58 683	60 590	1 907
% год к году	7.5	11.0	
URALS, \$ / барр.	100	115	
Доходы, млрд. руб.	11 780	12 677	897
% ВВП	20.1	20.9	
% год к году	3.8	11.7	
Расходы, млрд. руб.	12 656	12 745	89
% ВВП	21.6	21.0	
% год к году	15.7	16.5	
Дефицит, млрд. руб.	-877	-68	808
% ВВП	-1.5	-0.1	
Предел внутреннего долга на 1.01.13, млрд. руб.	6 331	5 462	-869
% ВВП	10.8	9.0	
Предел внешнего долга на 1.01.13, \$ млрд.	48.4	56.5	8.1

Источники: Минфин, Аналитический департамент НОМОС-БАНК

Комментарий. Новые параметры бюджета на 2012 год не являются сюрпризом. Ранее мы уже отмечали, что при \$ 120 за баррель Urals дополнительные доходы бюджета должны превысить 1 трлн. рублей. Минфин закладывает более низкий прогноз по ценам на нефть (\$ 115) и оценивает дополнительные доходы в 897 млрд. рублей – на наш взгляд, абсолютно адекватная оценка. Что касается расходов, то они увеличены на 89 млрд. рублей, хотя ранее В.Путин заявлял о намерении Правительства увеличить расходы на 108 млрд. Расхождения не принципиальны.

Мы обращаем внимание на увеличение лимита внешнего долга при одновременном сокращении лимита внутреннего долга. На наш взгляд, Минфин совершенно верно оценивает конъюнктуру рынков в текущем году, понимая, что занимать на внешних рынках будет проще, чем на внутреннем рынке, который характеризуется достаточно ограниченным объемом ликвидности.

В целом, Правительство пока проявляет сдержанность, однако мы опасаемся, что к осени, убедившись в стабильность нефтяных цен и мировой экономики в целом, Правительство пойдет на новое расширение расходной части бюджета. По нашим оценкам, Минфин вполне может позволить себе потратить в этом году лишние 400-500 млрд. рублей. Мы негативно относимся к такому возможному сценарию, и полагаем, что при существующей зависимости бюджета от цен на нефть, дополнительные доходы правильней направлять в резервы либо снижать налоговую нагрузку.

Кирилл Тремасов

Банк Русский Стандарт (ВаЗ/В+/В+): отчетность по МСФО за 2011 год, новое предложение.

Банк продемонстрировал позитивную динамику показателей по МСФО за 2011 год: наблюдается и качественный, и количественный рост. Выход отчетности вполне может повысить интерес инвесторов к бумагам эмитента. Впрочем, в последнее время спрэд к выпускам ХКФ-Банка и кривой крупных универсальных банков уже заметно сузился. Новый выпуск БО-06 может быть интересен при доходности 9,3% к 1,5-летней оферте.

Событие. Банк Русский Стандарт представил инвесторам отчетность по МСФО за 2011 год. Сегодня открывается книга на выпуск БО-06. Объем выпуска по номиналу - 5 млрд руб. Срок обращения займа - 3 года, предусмотрена 1,5-годовая оферта.

Комментарий. Ряд показателей мы уже рассматривали в своем комментарии от 16 марта (http://www.nomos.ru/upload/iblock/fd5/primary_16032012.pdf) к размещению облигационного выпуска банка. Тем не менее, ввиду появления полной версии отчетности стоит остановиться на итогах поподробнее. Безусловно, 2011 год для эмитента был более удачным в отличие от 2009 и 2010 годов, когда мы наблюдали сокращение кредитного портфеля и активов банка. В прошлом году активы Русского Стандарта выросли на 37%, кредитный портфель – на 36% до 188 млрд руб. и 122 млрд руб. соответственно.

Среди основных моментов мы отмечаем:

- **Рост чистой прибыли и рентабельности** – прибыль банка по сравнению с 2010 годом выросла в 2,7 раза до 5 млрд руб. Соответственно, показатели RoAA и RoAE также продемонстрировали увеличение до 3,1% и 18,5% соответственно (1,3% и 6,5% по итогам 2010 года соответственно).
- **Кредитные карты, cash-кредиты и POS-кредитование как основные направления роста** – в качестве ключевого для себя продукта банк по-прежнему видит кредитные карты: на них приходится 49% кредитного портфеля. По данным эмитента, его доля на рынке составляет 17%, при этом он планирует удержать ее и в текущем году, несмотря на растущую конкуренцию со стороны государственных банков. Поможет ему внедрение новых продуктов, в частности, совместные проекты с метрополитеном, American Express, Diners Club International и другими, и расширение сети, в частности внедрение формата миниофисов, присутствие в аэропортах и др., активизация в интернете. Отметим, что сектор кредитных карт был одним из самых быстрорастущих в банковском сегменте в 2011 году – «+60%». Тем не менее, банк, удерживая долю кредитных карт ниже 50%, сохраняет диверсификацию портфеля. В частности, немного выросла доля POS-кредитов, направление, в котором банк также традиционно активен, - с 18,5% до 20,6%. Доля cash-кредитов, выданных в офисах, увеличилась с 13,7% до 19,9%. При этом автокредитование и ипотека в банке не развиваются, поскольку он не рассматривает их как интересные для себя сегменты.
- **Повышение качества портфеля и консервативный подход к резервированию** – несомненно, в «плюс» банку можно записать и улучшение качества кредитного портфеля: NPL (90+) упал с 5,9% до 4,5%. При этом мы отмечаем, что покрытие неработающих кредитов резервами остается одним из самых высоких среди розничных банков – 1,5х.
- **Высокий уровень достаточности капитала** – на конец 2011 года TCAR банка составил 21%. В целом, он находится на уровне значений других розничных банков (см.таблицу) и позволит эмитенту и в текущем году демонстрировать хорошие темпы роста.
- **Необходимость контроля затрат** – среди слабых моментов можно назвать достаточно высокий показатель Cost / Income – 60,6%, что смотрится высоковато по сравнению с другими банками (см.таблицу). Тем не менеджмент акцентирует внимание на том, что затраты сейчас находятся под усиленным контролем и ожидает, что по итогам текущего года банку удастся снизить данный показатель до 50%.

Отметим, что Банк Русский Стандарт начинает сегодня сбор заявок на биржевые облигации серии БО-06. Закрытие книги запланировано на 27 апреля 2012 года,

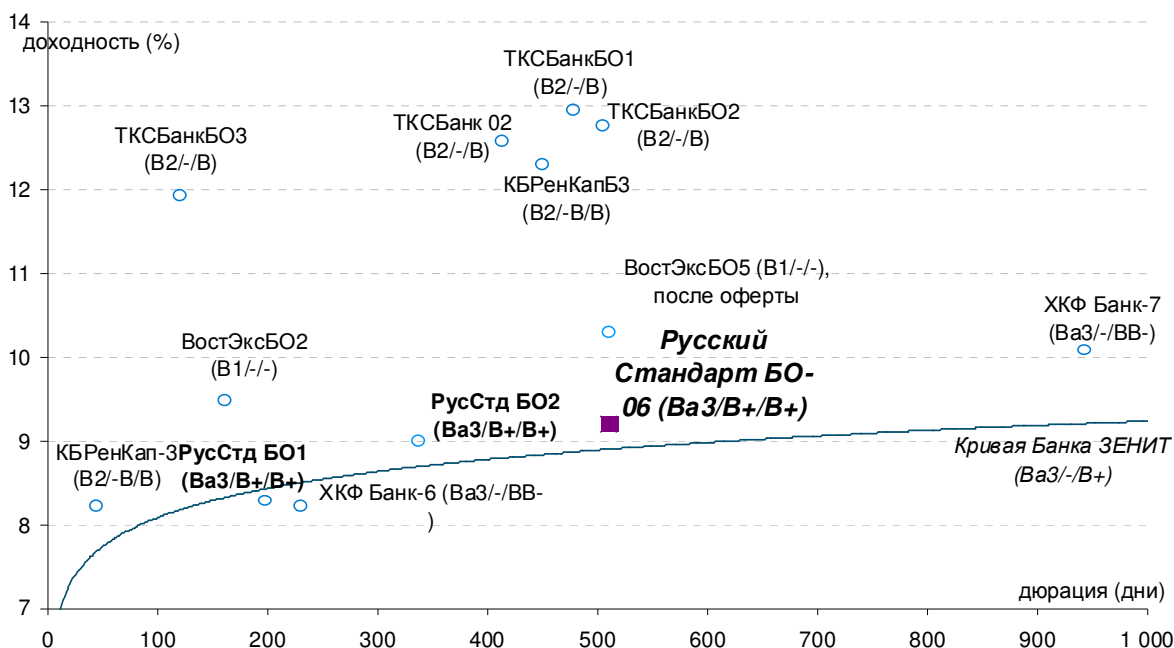
размещение - на 3 мая текущего года. В целом, учитывая успешное размещение выпуска БО-02 и тот факт, что он сейчас торгуется на уровне доходности 9% годовых, а также вышедшую позитивную отчетность, мы ждем повышенный интерес и к новому выпуску. На наш взгляд, заем может быть интересен на уровне доходности от 9,3% годовых.

Финансовые показатели кредитных организаций

	Банк Русский Стандарт			ХКФ-Банк	Восточный Экспресс	Ренессанс Кредит
Место в рейтинге на 1 янв.2012г. Рейтинги (M/S&P/F)	27 Ba3/B+/B+			32 Ba3/-/BB-	35 B1/-/-	81 B2/B/B
Балансовые показатели, млрд руб.	2010 год	2011 год	2011 / 2010	2011 год	2011 год	2011 год
ASSETS	137	188	37%	155,7	137,1	61,6
в % к 2010 г.	-	-	-	54%	50%	51%
Loans	82	114	39%	112,8	107,4	49,8
Loans (gross)	90	122	36%	121,0	113,2	51,5
в % к 2010 г.	-	-	-	49%	47%	59%
% assets	60%	60%	-	72%	78%	81%
NPL (>90дн.)	5,9%	4,5%	-	5,8%	6,4%	4,6%
Loans / Customer accounts allowance for loan impairment / NPL	1,3	1,0	-	1,6	1,0	1,6
Customer accounts	63	109	74%	70,3	106,0	32
% assets	46%	58%	-	45%	77%	51%
EQUITY	27	27	0%	30,5	16,2	13,6
% assets	20%	19%	-	20%	12%	22%
Total Capital Adequacy Ratio	28%	21%	-	21%	14%	23%
Показатели прибыльности, млрд руб.	2010 год	2011 год	2011 / 2010	2011 год	2011 год	2011 год
Net interest income	19,5	22,8	17%	23,1	17,4	11,3
в % к 2010 г.	-	-	-	21%	91%	19%
Provisions charge for loan impairment	-6,3	-4,6	-27%	-6,2	-4,0	-2,6
Operating income	22,6	28,4	26%	32,3	18,0	12,6
Profit for the year	1,8	5,0	172%	10,8	4,6	2,7
в % к 2010 г.	-	-	-	14%	109%	68%
Качественные показатели деятельности	2010 год	2011 год	Изм-е	2011 год	2011 год	2011 год
RoAA	1,3%	3,1%	+1,8 п.п.	9,1%	4,0%	5,2%
RoAE	6,5%	18,5%	+12 п.п.	38,4%	34,4%	21,5%
NIM	17,6%	17,3%	-0,4 п.п.	21,6%	17,8%	19,0%
Cost / Income	60,7%	60,6%	-0,1 п.п.	38,8%	45,9%	52,5%

Источник: данные банков, расчеты Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Доходности обращающихся бумаг Банка Русский Стандарт, возможный ориентир по БО-06



Елена Федоткова

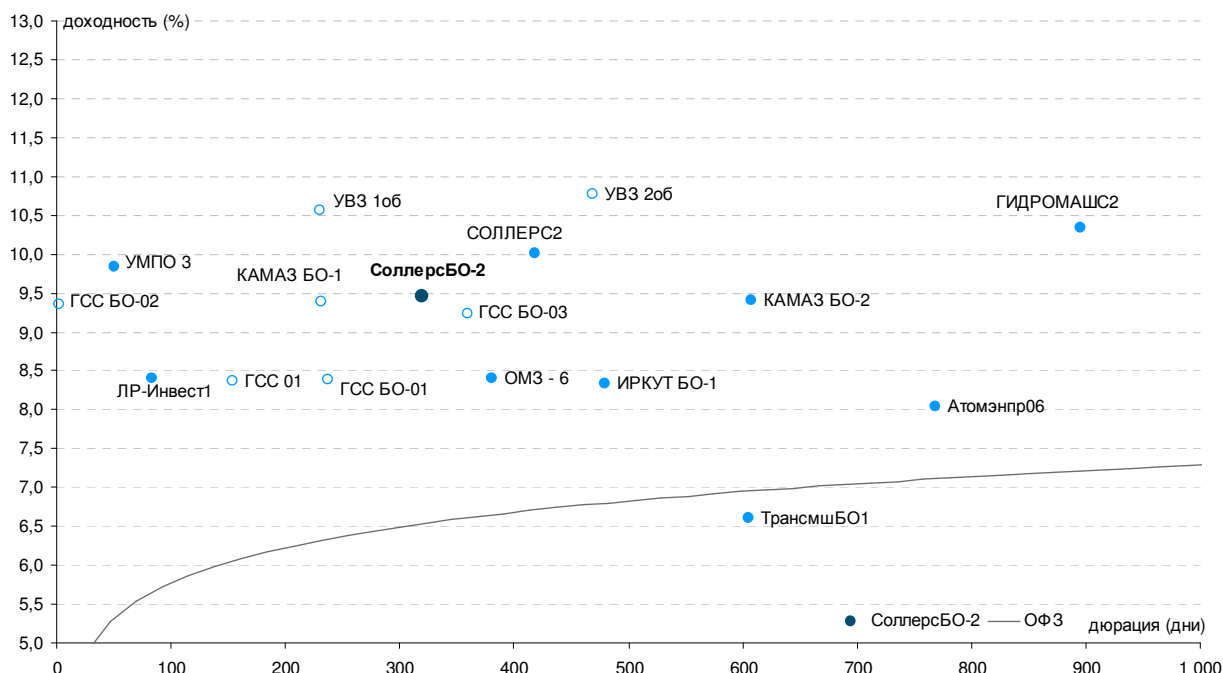
Соллерс: новая ставка 9,25%

На фоне выпуска серии 02 с незначительно более длинной дюрацией новая ставка выглядит агрессивно.

Событие. Соллерс 23 апреля установил ставку 5-6 купонов по выпуску облигаций серии БО-2 в размере 9,25%. Оферта по цене 100% от номинала состоится 5 мая 2012 года.

Комментарий. Отметим, что доходность смотрится довольно неинтересно. Напомним, что традиционно бумаги Соллерса торговались выше отметки в 10% годовых. Ближайший выпуск серии 02 с погашением в июле 2013 года по последним сделками торговался с доходностью около 10% годовых. Учитывая это, мы рекомендуем переложиться в выпуск серии 02. Мы также отмечаем, что среди бумаг второго/третьего эшелонов вполне можно найти более доходные альтернативы, в том числе выпуски НПК, Ситроникса, Альянс Ойл.

График доходности бумаг машиностроительного сектора.



Показатели Соллерс

млн руб.	Соллерс (МСФО)				
	2008	2009	1пол2010	2010	1пол2011
Выручка	61 630	34 743	20 258	55 266	31 550
Операционный денежный поток	-3 361	6 312	3 145	8 033	286
Свободный денежный поток	-11 220	2 626	2 225	5 808	174
ЕБИТДА	5 849	79	723	4 308	3 018
Чистая прибыль	-376	-5 011	-1 138	-1 241	897
% расходы	-4 145	-4 191	-995	-2 994	-777
Активы	63 450	52 872	52 714	53 413	54 536
Денежные средства и их эквиваленты	899	3 990	4 817	3 089	3 796
Финансовый долг, в т.ч.:	23 185	27 195	27 445	24 531	26 482
долгосрочный	7 197	16 908	18 944	17 053	14 565
краткосрочный	15 988	10 287	8 501	7 478	11 917
Чистый долг	22 286	23 205	22 628	21 442	22 686
Рентабельность ЕБИТДА	9,5%	0,2%	3,6%	7,8%	9,6%
Рентабельность по чистой прибыли	-0,6%	-14,4%	-5,6%	-2,2%	2,8%
Фин.долг/ЕБИТДА	3,96	344,24	18,99	5,69	4,39
Чистый долг/ЕБИТДА	3,81	293,73	15,66	4,98	3,76
ЕБИТДА/% расходы	1,41	0,02	0,73	1,44	3,88
Фин. долг/Активы	36,5%	51,4%	52,1%	45,9%	48,6%

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Игорь Голубев

Домашние деньги (-/-/-) – первичное предложение.

Довольно яркий дебют, при этом start-up. В целом, эмитент (микрофинансовая организация) может повторить опыт ТКС-Банка, начинавшего с купонов на уровне 18-20% и разместившегося в апреле текущего года с купоном 13,25%. Предложение ООО «Домашние деньги» с купоном 19% (УТР 19,9%) вполне соответствует существующим рискам.

Событие. Вчера ООО «Домашние деньги» открыло книгу на облигации серии 01 объемом 1 млрд руб. Отметим, что номинальная стоимость 1 бумаги – 2 млн руб. (в соответствии со ст. 12 Закона №151-ФЗ «О микрофинансовой деятельности и микрофинансовых организациях», микрофинансовая организация не вправе привлекать от 1 кредитора денежные средства в сумме менее 1,5 млн руб.). Срок обращения выпуска – 3 года, по выпуску предусмотрена оферта через 1 год. Ориентир по ставке купона – 19%, что соответствует УТР 19,9%.

Комментарий. Давно рынок не баловал инвесторов столь ярким start-up'ом. Пожалуй, последним был ТКС-Банк, протестировавший рынок в 2007 году с купоном 18%, также не имея международных рейтингов. Впрочем, в июле 2010 года банк готов был предложить участникам размещения и 20% уже при рейтингах «В3/-/В-». В целом, инвесторы довольно долго недоверчиво относились к данному эмитенту, наблюдая историю его развития и последствия 2008 года. Однако последнее размещение (апрель 2012 года), прошедшее с купоном 13,25%, что соответствовало доходности 13,7% к оферте через 1 год, демонстрирует рост интереса участников рынка к данной кредитной организации. Важным шагом было размещение LPN в 2011 году на сумму 175 млн долл., которое в 2007-2008 годах сложно было представить. При этом рейтинги банка поднялись до «В2/-/В». Мы столь подробно остановились на ТКС-Банке, поскольку ООО «Домашние деньги», похоже, в ближайшие несколько лет может повторить этот путь, и, вероятно, даже в более сжатые сроки. Во всяком случае, компания уже сейчас говорит о получении международного рейтинга летом этого года и о выходе на международные рынки в начале следующего года.

Стремление компании к высоким темпам роста вполне понятно, поскольку именно эффект от масштаба позволит компании выйти в зону безубыточности и начать демонстрировать положительный финансовый результат по МСФО. Отметим, что в прошлом году эмитент уже сделал значительный рывок вперед. В частности завершена региональная экспансия – обеспечено присутствие в 50 регионах России (35 на конец 2010 года) за исключением Сибири и Дальнего Востока, количество обслуживаемых городов выросло с 196 до 377. Портфель займов (gross) за прошлый год вырос с 528 млн руб. до 1801 млн руб. При этом для поддержания высоких темпов развития должно быть обеспечено соответствующее

фондирование. В настоящее время его основу (64%) составляют банковские кредитные линии. На средства акционеров и физических лиц приходится 26% и 10% соответственно. Размещение облигационного займа в объеме 1 млрд руб. покрывает 50% потребности в фондировании эмитента на текущий год. Еще 1 млрд руб. планируется привлечь за счет займов от физических лиц и прочих источников. Отметим, что выполнение планов по привлечению средств является важным моментом, поскольку выход на точку безубыточности запланирован на 2-е полугодие 2012 года при достижении размера активной клиентской базы в 170 тыс. клиентов (101 тыс. чел. на середину апреля текущего года). К концу текущего года объем чистой ссудной задолженности должен достичь 3,3 млрд руб. (1,1 млрд руб. на начало года), размер чистой прибыли 22 млн руб.

Как и ТКС-Банк, ООО «Домашние деньги» концентрируются преимущественно на слоях населения с доходом ниже среднего. Возникающие риски по невозврату компенсируются высокой ставкой, по данным эмитента эффективная ставка по его кредитам составляет 168% годовых. Подобная модель бизнеса прошла «обкатку» в различных странах: Польша, Чехия, Словакия, Венгрия, Румыния, Мексика и др. Отметим, что в России рынок микрофинансирования развит достаточно слабо: при том, что объем рынка составляет сейчас около 32 млрд руб., ожидается что в 2016 году он будет на уровне 330 млрд руб. Важно, что в настоящее время рынок активно развивается и получает поддержку на законодательном уровне. Соответственно, у ООО «Домашние деньги» есть хороший шанс также активно расти вместе с рынком.

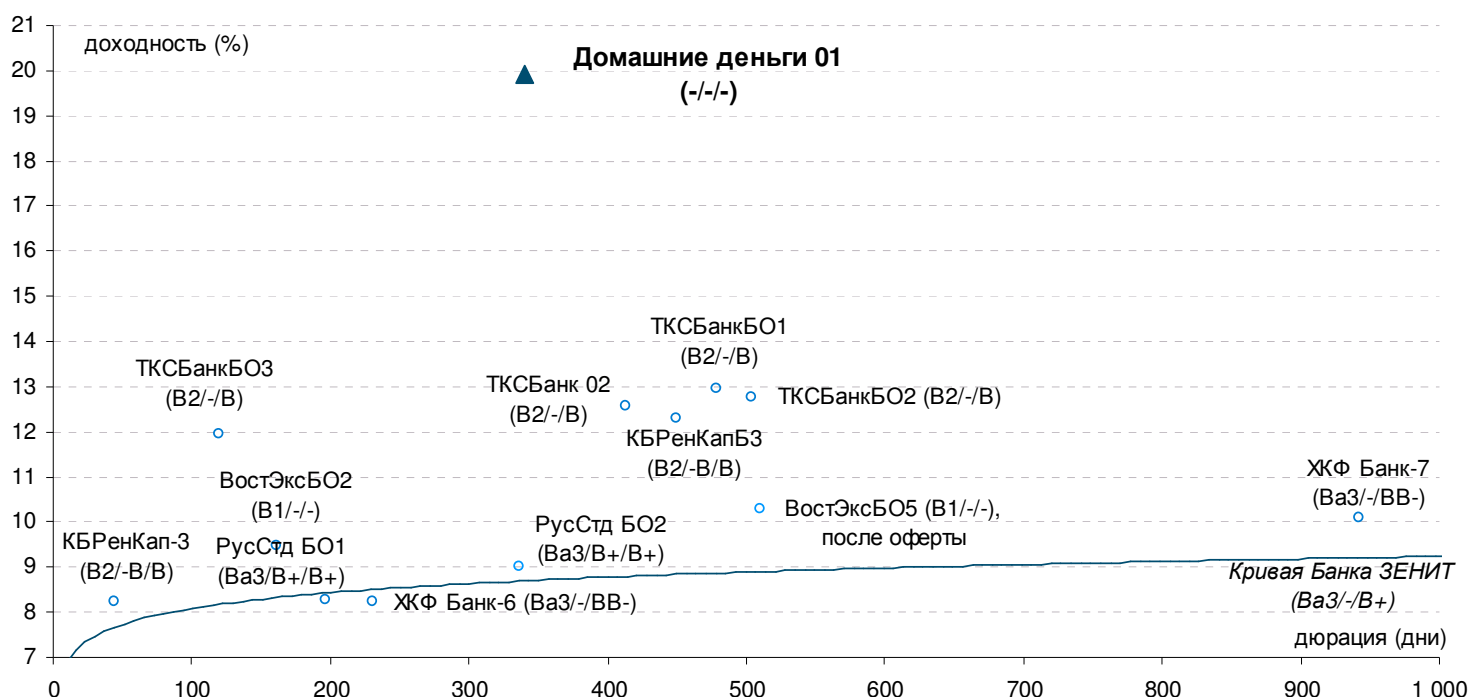
Участие в займе интересно для инвесторов, готовых участвовать в high yield выпусках. Предложенная доходность, на наш взгляд, соответствует текущим рискам эмитента.

Показатели ООО «Домашние деньги» по МСФО

млн руб.	2011	1q 2012	2q 2012	3q 2012	4q 2012	2012	2013
Актив	1 434	1 745	2 316	2 929	3 585	3 585	9 210
Чистая ссудная задолженность	1 141	1 402	1 923	2 624	3 252	3 252	8 431
Капитал	-159	-299	-332	-313	-138	-138	789
Чистый процентный доход	677	269	457	604	861	2 191	5 319
Чистая прибыль	-478	-140	-32	18	175	22	927

Источники: данные компании

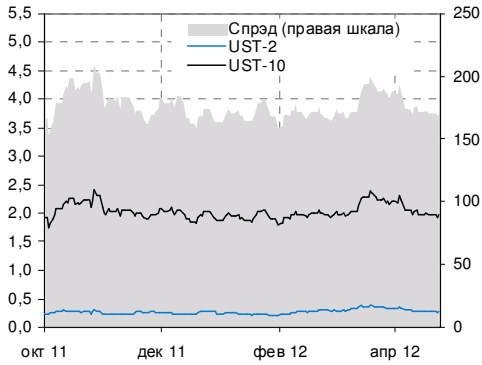
Доходности бумаг финансового сектора (средневзв.)



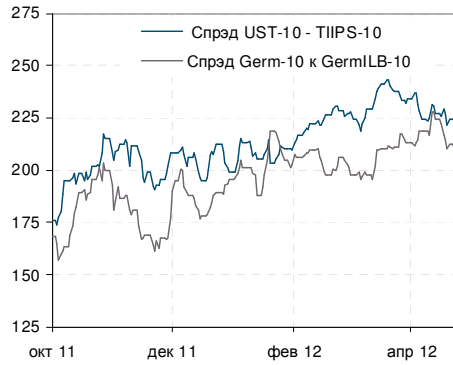
Елена Федоткова

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

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



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



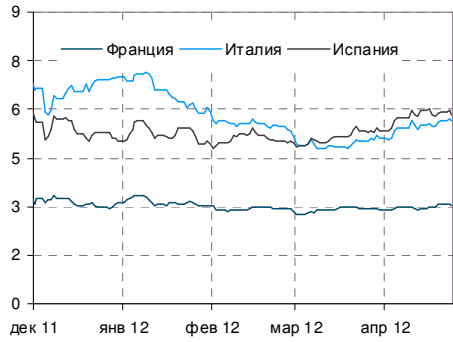
10-летние бумаги Германии и EFSF-10



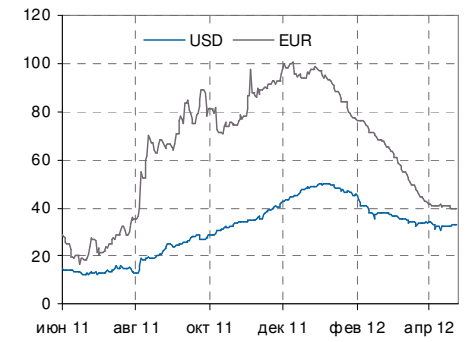
Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

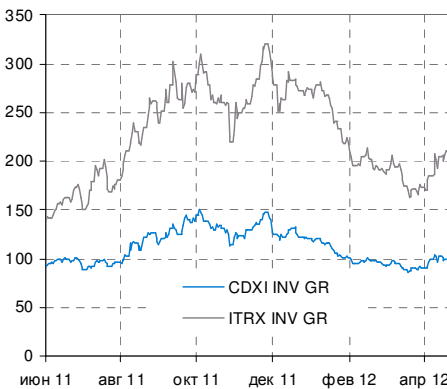


Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

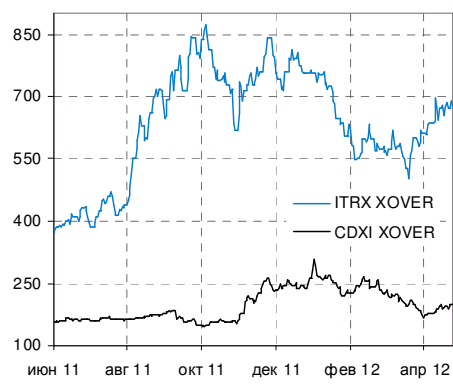


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

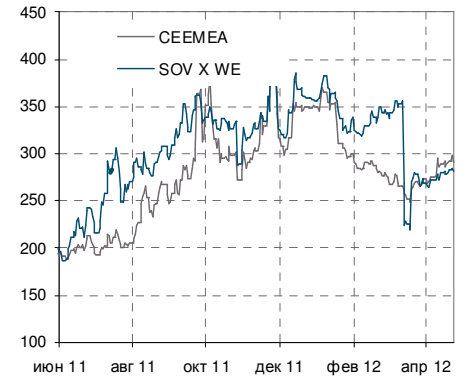
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX /Cross-Over

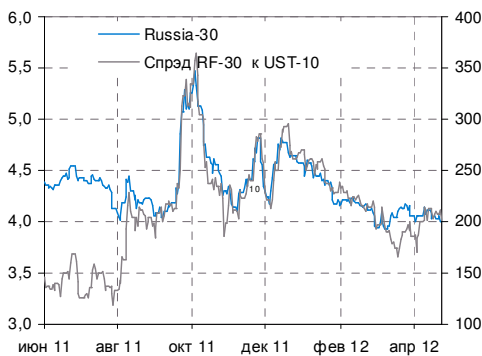


ITRX / Governments

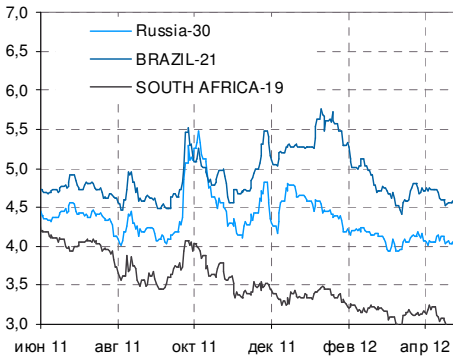


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

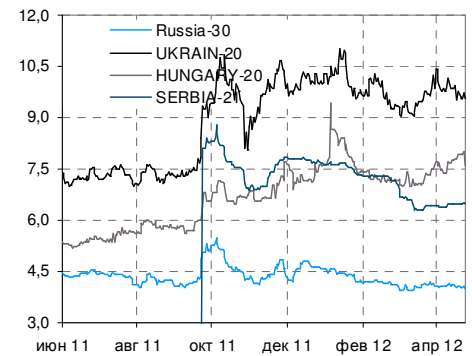
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

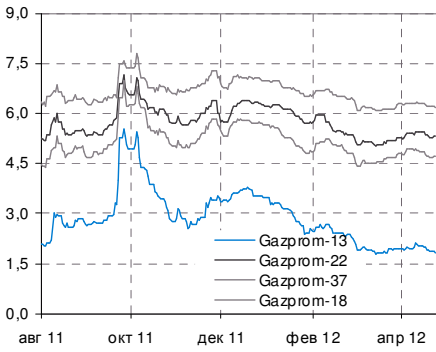


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

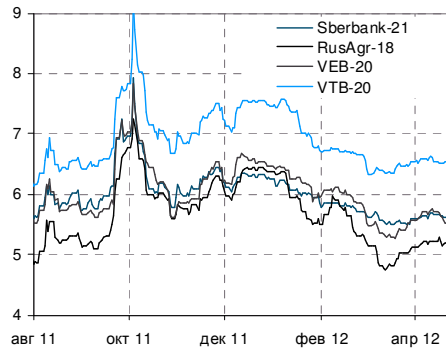


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

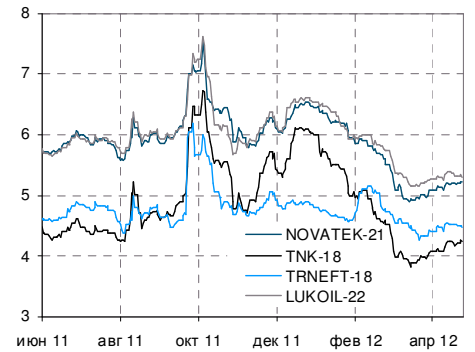
Еврооблигации Газпрома



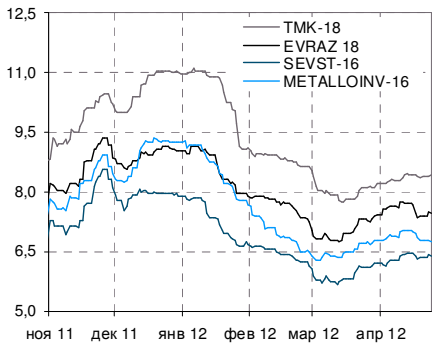
Евробонды госбанков



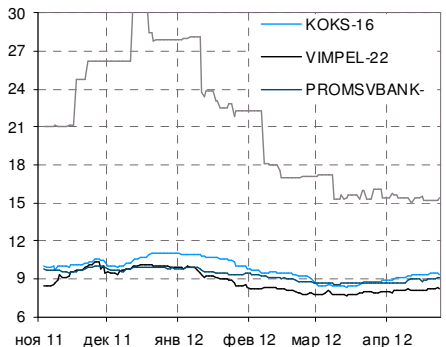
Еврооблигации нефтегазового сектора



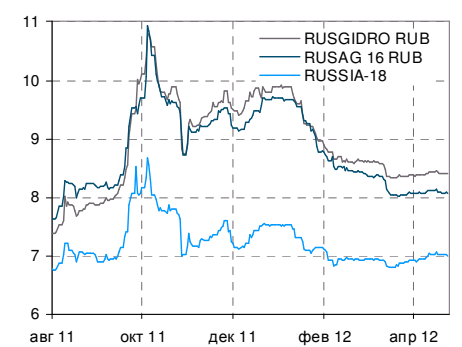
Еврооблигации металлургического сектора



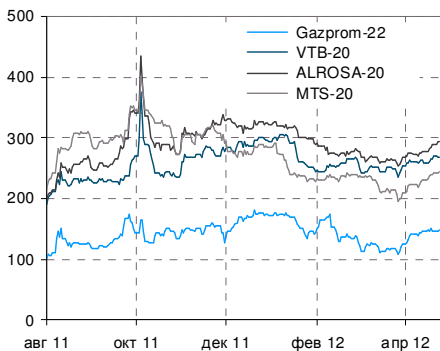
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



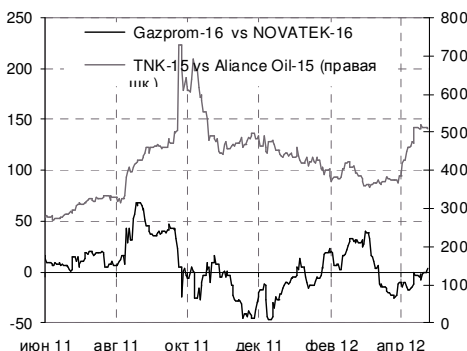
Еврооблигации, номинированные в рублях



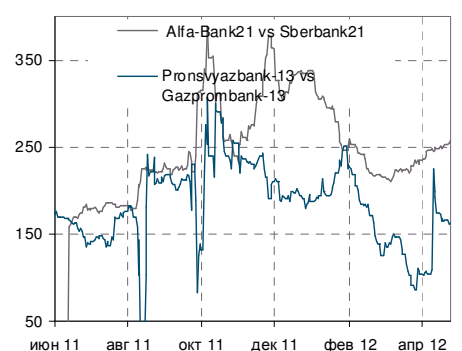
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

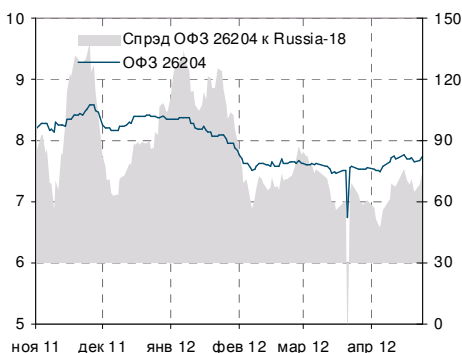


Спрэды в банковском секторе

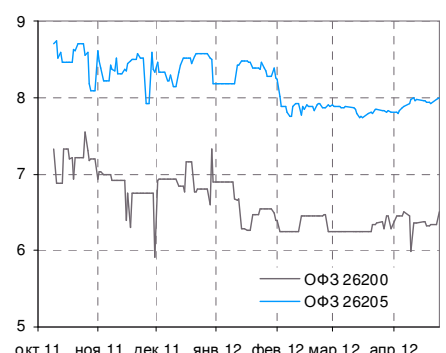


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

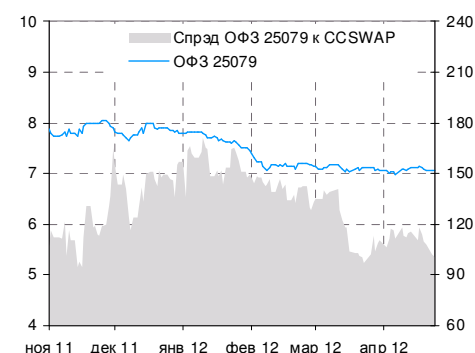
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

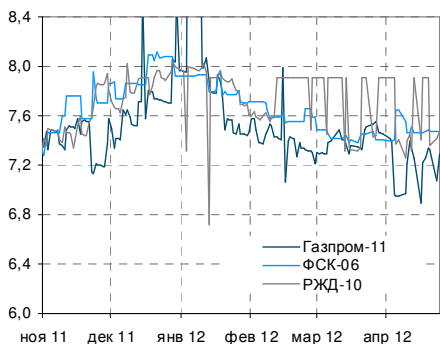


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

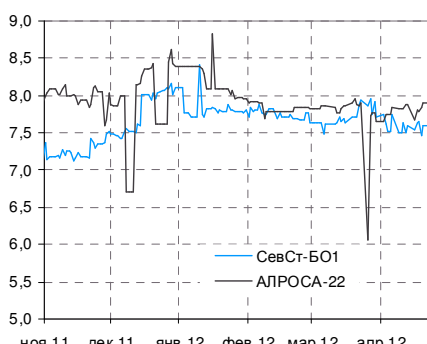


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

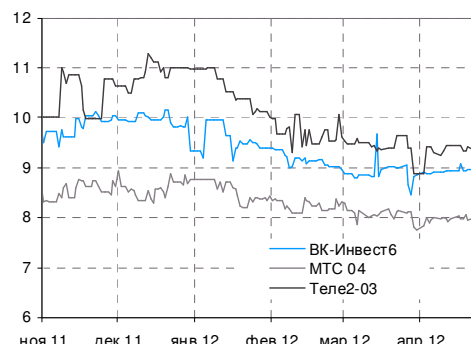
Доходности российских монополий



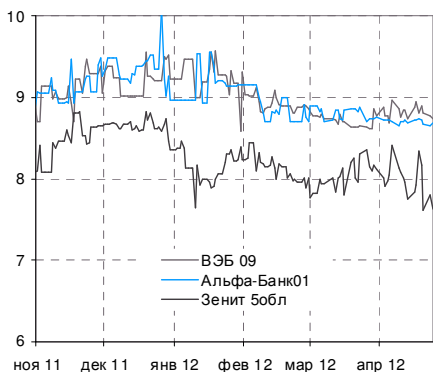
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



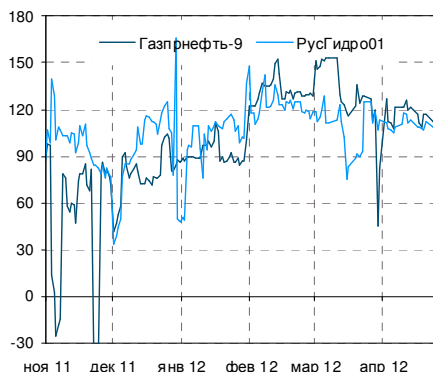
Доходности "Телекоммуникации"



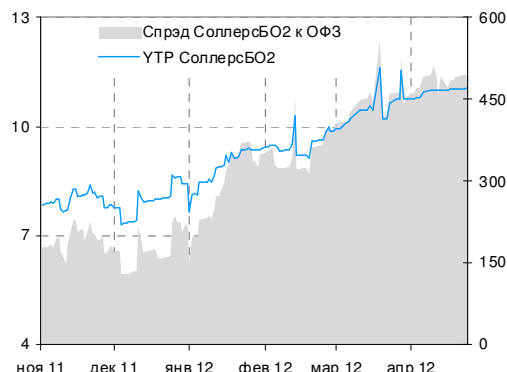
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

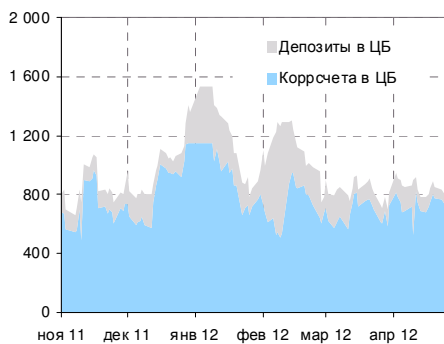


Облигации с текущей доходностью выше 10%

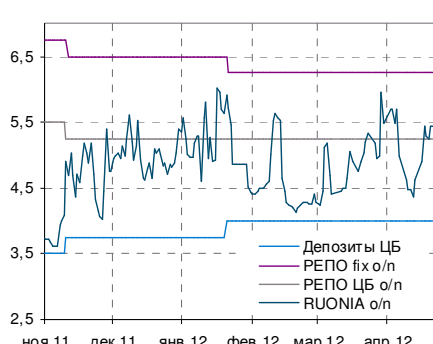


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

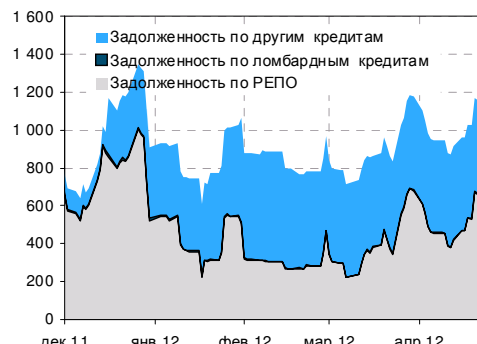
Динамика депозитов и остатков на корсчетах



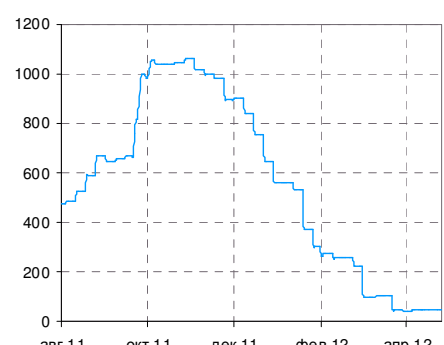
Динамика ставок денежного рынка



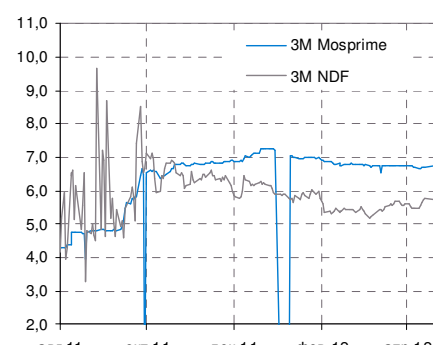
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



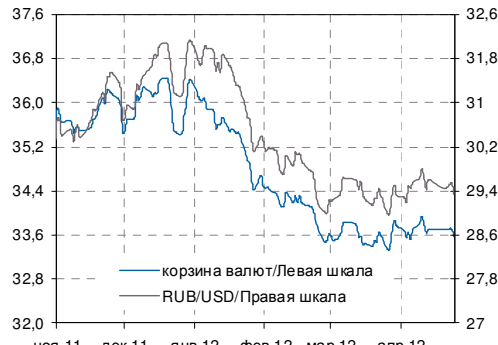
Динамика задолженности по депозитам Минфина



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.