

Долговые и денежные рынки  
25 июля 2012 г.

## Конъюнктура рынков

### Внешние рынки

Негативный настрой международных инвесторов не ослабевает - текущий новостной поток только усиливает необходимость укреплять «защитные» позиции. При этом сомнения в надежности Германии и EFSF, где Германия имеет наибольшую долю, подталкивают инвесторов к поиску новых альтернатив европейским активам, в том числе и ранее казавшимся лидерами по надежности немецким Bundes.

### Российские еврооблигации

Во вторник sale-off в российских евробондах несколько ослаб - на сформировавшихся уровнях наметилась ценовая консолидация. При этом активно откупать подешевевшее участники рынка не настроены.

### Рублевые облигации

В рублевых облигациях давление на ОФЗ чуть снизилось, хотя общая обстановка, особенно динамика рубля, не прибавляют позитива. Минфин решил не отказываться от доразмещения 25080, перенеся на завтра августовский аукцион. Подобная тактика вселяет довольно серьезные опасения, что регулятор ожидает дальнейшего ухудшения конъюнктуры, принимая текущую обстановку, как более-менее комфортную.

### FX/Rates

Национальная валюта вчера стабилизировалась на уровнях закрытия понедельника. Вместе с тем, рубль без поддержки со стороны сырьевых площадок вновь продолжил сдавать позиции.

### Наши ожидания

Глобальные площадки далеки от стадии спокойствия и укрепления спроса на риск. Новой порцией негатива, заставляющей укреплять «защитные» позиции, роль которых пока исправно выполняют лишь treasuries, стали новости от Moody's «усомнившегося» в надежности EFSF, где Германии принадлежит максимальная доля. Из макроданных сегодня ждем отчет от Ifo по индексу настроений в деловых кругах Германии, а также статистику по рынку недвижимости в США в части продаж новых домов. Кроме того, повлиять на ход торгов вполне могут и заявления от Т. Гайтнера, выступающего с ежегодным отчетом. Кроме того, наблюдаем за спросом на 5-летние итальянские госбумаги и 5-летние UST.

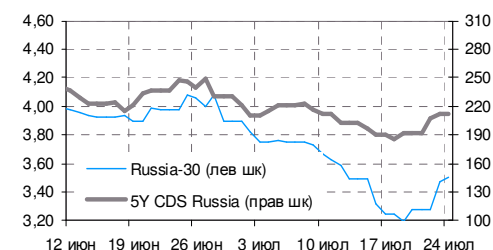
Для российских еврооблигаций турбулентность внешних площадок будет поводом для продолжения сползания котировок вниз - внутренних факторов поддержки не наблюдается.

Для рублевого сегмента центральное событие - аукцион по

#### Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	3,50	3
CDS России	212	5
MOSPRIME o/n	5,96	18
NDF 3М	6,80	0
	значение	изм
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	671,9	1
Остатки на депозитах, млрд руб.	70,3	-20
Доллар / рубль (ЦБ), руб	32,99	0,32
Корзина (ЦБ), руб	36,02	0,23

#### Динамика доходности Russia-30 и CDS России



#### Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3М	0,45	-0,3
ERIBOR 3М	0,44	-0,7
EUR/USD	1,21	
UST-10	1,39	-4
Германия-10	1,24	6
EFSF-10	2,22	4
Италия - 10	6,57	26
Испания - 10	7,57	12
Португалия-10	10,78	13
CDS 5Y Ирландия	582	-1
CDS 5Y Португалия	866	7
CDS 5Y Италия	569	19
CDS 5Y Испания	641	10

#### Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	689,1	12
iTRAXX CEEMEA 5Y	281,4	6
iTRAXX SOVX WE 5Y	284,7	4

#### Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 25075	7,35	10
ОФЗ 26205	8,04	2
ОФЗ 26207	8,33	-11
Газпром-11	7,89	61
РЖД-10	7,68	-31
ФСК-15	8,04	0
MTC-05	-16,97	-992
ВымпелКом-4	10,04	21
Металинвест-5	9,58	5
Северсталь-БО1	7,27	-21
РусалБр-8	14,40	-4
РСХБ-15	8,58	55

#### Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	6,37	8
Gazprom-37	5,69	1
Sberbank-21	5,22	9
AlfaBank-21	7,48	0
Evraz-18	7,72	0
Vimpel-22	8,21	1
TNK-BP-18	4,30	0

ОФЗ 25080, где, как мы полагаем, спрос будет довольно слабым даже по верхней границе предложенного Минфином диапазона – 7,92% годовых.

Рублю сегодня придется пережить очередную фазу ослабления позиций против базовых валют. Снижение стоимости нефти, а также сохраняющийся поток негативных новостей продолжать способствовать нисходящему тренду.

## Главные новости

### Рубль стал ещё более «свободным».

Банк России расширил диапазон предельных колебаний бивалютной корзины с 6 до 7 рублей, что ещё более увеличивает потенциальную волатильность валютных курсов. Очередные шаги по либерализации курсовой политики совпали с прекращением интервенции ЦБ на валютном рынке, продолжавшимся с конца мая.

### Спад в европейской промышленности усиливается.

Предварительные июльские значения индексов PMI зафиксировали усиление рецессии в промышленном секторе европейских стран и некоторое улучшение ситуации в промышленности Китая. В США промышленный рост продолжает замедляться, но говорить о рецессии пока рано.

### Результаты Магнита за 1 пол. 2012 г. превзошли самые смелые оценки.

Результаты за 1 пол. 2012 г. превзошли самые смелые ожидания. Судя по всему, на этом рано ставить точку – рост компании может продолжиться и в следующие несколько лет. Долговая нагрузка не раскрывалась, но угроз для ее резкого увеличения, по всей видимости, нет – менеджмент ожидает по итогам 2012 г. Чистый долг/ЕБИТДА на уровне 1,5х. Облигации на текущих уровнях малопривлекательны.

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

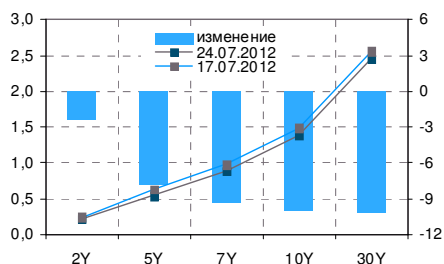
# Рыночная конъюнктура

## Внешние рынки

Негативный настрой международных инвесторов не ослабевает - текущий новостной поток только усиливает необходимость укреплять «защитные» позиции. При этом сомнения в надежности Германии и EFSF, где Германия имеет наибольшую долю, подталкивают инвесторов к поиску новых альтернатив европейским активам, в том числе и ранее казавшимся лидерами по надежности немецким Bundes.

Международные площадки пока не получают каких-то стимулов для того, чтобы инвесторам добавилось позитива – надежды на то, что позитивная динамика китайского PMI сможет сдержать sale-off, фактически не реализовались: европейские новости о том, что Германия может лишиться высшего статуса надежности, доставили серьезных разочарований. Пересмотр прогноза по рейтингу агентством Moody's на «Негативный» стал причиной довольно активной фиксации прибыли в немецких госбумагах, доходность 10-летних Bundes подскочила до 1,26% («+6 б.п.»). В то же время среди европейских инструментов статус «защитного» у немецких госбумаг остается наиболее сильным, поддерживает его от более серьезного роста доходности. Особенно на фоне того, как страны с более высокими рисками, в частности Испания, продолжают привлекать средства на долговом рынке. Отметим, что предсказуемо доходности по 3- и 6-месячным испанским векселям сложились заметно выше, чем в июне. При это в качестве позитивной оценки состоявшихся размещений отметим наличие спроса.

Кривая доходности гособлигаций США



### Итоги аукционов по размещению векселей Испании

3 месяца				
Дата	24 июл	26 июн	22 май	24 апр
Объем размещения млн евро	1628,02	1600,49	1505,40	724,61
Доходность средневзвешенная, %	2,43	2,36	0,85	0,63
bid/cover	2,94	2,6	3,95	7,61
6 месяцев				
Дата	24 июл	26 июн	22 май	24 апр
Объем размещения млн евро	1420,44	1477,21	1020,58	1208,34
Доходность средневзвешенная, %	3,69	3,24	1,74	1,58
bid/cover	3,02	2,82	4,3	3,25

Источник: Bloomberg

Внимание рынка всецело было сконцентрировано на развитии событий в Греции и Испании. Напомним, что вчера в Афины прибыли представители Тройки кредиторов с целью оценки предпринимаемых правительством страны мер для выполнения условий предоставления финансовой помощи. Вместе с тем, новостной flow из Греции крайне скуп. В то же время Испания не уменьшает поток негатива: опасения того, что вслед за Валенсией, обратившейся за финансовой помощью к национальному ЦБ, планируют последовать и другие автономии, укрепляются. Судя по всему, именно «опасные» новости из Мадрида способны стать серьезным раздражителем для продолжения sale-off в рисках, ведь по глубине проблема неплатежеспособности Испании может оказаться куда трагичнее, чем «греческая история».

Вкупе со слабой макростатистикой по индексу деловой активности производственного сектора Германии, Франции и ЕС в целом, отразившей продолжающийся спад, и новостями по рейтингу Германии серьезным препятствием для восстановления спроса на рискованные активы было отсутствие ясности по ситуации в Греции. Американские инвесторы отреагировали на происходящее укреплением позиций в treasuries – доходность 10-летних снизилась до 1,39% годовых. При этом результаты

вчерашнего аукциона по 2-летним UST также впечатляют: спрос в 4 раза превысил предложение (в июне bid/cover был на уровне 3,62х), при этом доходность размещения составила всего 0,21% годовых против 0,3% годовых в июне.

Международный валютный рынок во вторник продолжил демонстрировать негативное отношение инвесторов к рискам. Участники рынка на протяжении всего дня сохраняли умеренный темп по сокращению позиций в евро. Примечательно, что, несмотря на публикацию слабых предварительных данных об индексах PMI ключевых стран ЕС, а также во всем регионе, в очередной раз отразивших неблагоприятное состояние производственного сектора, принципиальных изменений сентимента в отношении европейской валюты не произошло. По итогам дня пара EUR/USD опустилась до уровня 1,206х, причин для разворота тренда пока нет.

*Ольга Ефремова  
Алексей Егоров*

### Российские еврооблигации

*Во вторник sale-off в российских евробондах несколько ослаб – на сформировавшихся уровнях наметилась ценовая консолидация. При этом активно откупать подешевевшие участники рынка не настроены.*

Торговая сессия вторника проходила гораздо спокойнее, чем в понедельник. Панические настроения на внешних площадках не исчезли полностью, но все же не были поводом для продолжения шквальной распродажи. Складывается впечатление, что участники рынка решили понаблюдать за тем, как будет развиваться ситуация дальше и какой будет реакция мировых финансовых регуляторов по нивелированию новых «очагов» обострения долговых проблем, а также по стимулированию более активного восстановления национальных экономик, которые, как показывает последняя макростатистика, далеки от состояния восстановления.

В целом можно говорить о том, что вчера инвесторы «переводили дух» после распродажи понедельника – проявлялись попытки консолидироваться на сформировавшихся уровнях, при этом энтузиастов, желающих откупать изрядно подешевевшие бумаги, не наблюдалось в большом количестве. А те единичные случаи, когда сделки заканчивались ростом котировок редко отражали прибавку более чем 25 б.п. В общей массе, отрицательные переоценки также были в пределах 25 б.п.

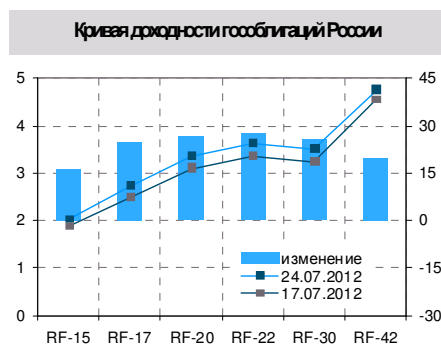
В сегменте суверенных бумаг, несмотря на попытки восстановления внутри дня, котировки бенчмарков сложились к закрытию ниже, чем в понедельник. Так, выпуск Russia-30 начинал торги от диапазона 122,75% - 123% (YTM 3,45% - 3,42%), но к окончанию торгов подешевел до 122,25% - 122,5% (YTM 3,53% - 3,49%). В Russia-42 утренние котировки были на уровне 114,5 (YTM 4,71%), но к вечеру все вновь откатилось в диапазон 113,5% - 114,0% (YTM 4,77% - 4,74%).

В негосударственном секторе активность была чрезвычайно низкой. Объектом продажи оставались выпуски государственных банков – ВЭБа, Сбербанка, их котировки по длинным выпускам снизились к концу дня на 50-75 б.п. Кроме того, продажи, сопровождавшиеся наиболее ощутимым снижением котировок, были в бумагах ВымпелКома, Банка Москвы, Кокса, длинных выпусках Лукойла и среднесрочных (с погашением в 2015-2019 годах) бумагах Газпрома.

*Ольга Ефремова*

### Рублевые облигации

*В рублевых облигациях давление на ОФЗ чуть снизилось, хотя общая обстановка, особенно динамика рубля, не прибавляют позитива. Минфин решил не отказываться от доразмещения 25080, перенеся на завтра августовский аукцион. Подобная тактика вселяет довольно*



*серьезные опасения, что регулятор ожидает дальнейшего ухудшения конъюнктуры, принимая текущую обстановку, как более-менее комфортную.*

В ходе вчерашних торгов общая обстановка в сегменте рублевых облигаций сохранялась достаточно напряженной, при этом одним из наиболее разочаровывающих аспектов была весьма зыбкая позиция российской валюты относительно базовых валют вопреки тому, что спрос на рубли в преддверии сегодняшних расчетов по НДС и акцизам оставался достаточно высоким.

В сегменте ОФЗ была смешанная динамика котировок. На общем фоне положительными переоценками, не имеющими под собой какой-то особой поддержки, были затронут серии 26206 и 26207, что, на наш взгляд, является «техническим результатом». Продажи оставались преобладающим трендом как на длинной дюрации, так и на коротком отрезке суверенной кривой. В среднем котировки снижались на 10-50 б.п. В лидерах падения был выпуск 25080, доразмещение которого Минфин все же планирует провести сегодня в объеме 15 млрд руб., перенеся аукцион с 22 августа. При этом для регулятора, похоже, не служит «помехой» рост доходности бумаг до 7,92% годовых, тогда как еще неделю назад она была на уровне не выше 7,8% годовых. Отметим, что индикатив по бумагам обозначен диапазоном 7,87% - 7,92% годовых и вряд ли доходность на аукционе сложится ниже, чем верхняя граница – 7,92% годовых. К тому же, на наш взгляд, и на таком уровне спрос инвесторов может оказаться достаточно слабым по причине преобладающих пессимистических настроений.

В корпоративном секторе не наблюдалось заметных оборотов и активности участников. Здесь также преобладающей была отрицательная динамика котировок. Заметнее остальных теряли в цене бумаги РСХБ, ТКС-Банка, КБ РенКапитал, ВЭБ-Лизинга, НПК, РЖД, но снижение котировок проходило фактически без оборотов. Текущая ограниченная ликвидность и очень широкие спреды между котировками на покупку и продажу серьезно искажают отражение действительности, что еще больше сдерживает инвесторов от участия в сделках. Преобладающий сентимент в сегменте негативный – важным сигналом этого можно назвать новости о переносе на более поздний срок планов по закрытию книг заявок по первичному размещению. Так, с подобными заявлениями уже вышли Промсвязьбанк, пролонгировавший сбор заявок, и КБ Ренессанс Капитал, отложивший дату размещения.

*Ольга Ефремова*

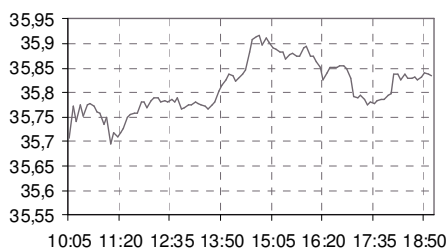
## Forex/Rates

*Национальная валюта вчера стабилизировалась на уровнях закрытия понедельника. Вместе с тем, рубль без поддержки со стороны сырьевых площадок вновь продолжил сдавать позиции.*

Первая фаза ослабления рубля в понедельник оказалась весьма резкой, что позволило национальной валюте, несмотря на сильный внешний негатив, удержаться на занятых в понедельник уровнях. При открытии торгов стоимость бивалютной корзины составила 35,70 руб. Вместе с тем, высокая волатильность на сырьевых площадках, где стоимость нефти марки Brent находилась в широком коридоре 102,6-104 долл. за барр., препятствовала формированию определенного тренда национальной валюты. При этом фактор налоговых выплат на этот раз не оказал рублю существенной поддержки. Сегодняшние утренние торги продемонстрировали, что долгосрочность тренда по укреплению рубля на фоне стабилизации ситуации в Европе была явно переоценена.

Денежный рынок без особых потрясений: сумма остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ немного сократилась и составила 742,2 млрд руб. Активность на рынке прямого РЕПО также не претерпела существенных изменений. Так, на вчерашних аукционах по предоставлению ликвидности

Динамика бивалютной корзины



Банком России кредитные организации суммарно увеличили задолженность лишь на 13,5 млрд руб. Однако примечательным выглядит распределения спроса между одно- и семидневными ресурсами. Лимит по прямому РЕПО о/н (330 млрд руб.) был полностью выбран, тогда как однонедельные оказались востребованными лишь на 1,026 трлн руб. Ставки на рынке МБК вновь приблизились к психологическому уровню 6%. Индикативный MosPrime о/н составил – 5,96%.

*Алексей Егоров*

### **Наши ожидания**

Глобальные площадки далеки от стадии спокойствия и укрепления спроса на риск. Новой порцией негатива, заставляющей укреплять «защитные» позиции, роль которых пока исправно выполняют лишь treasuries, стали новости от Moody's «усомнившегося» в надежности EFSF, где Германии принадлежит максимальная доля. Из макроданных сегодня ждем отчет от Ifo по индексу настроений в деловых кругах Германии, а также статистику по рынку недвижимости в США в части продаж новых домов. Кроме того, повлиять на ход торгов вполне могут и заявления от Т. Гайтнера, выступающего с ежегодным отчетом. Кроме того, наблюдаем за спросом на 5-летние итальянские госбумаги и 5-летние UST.

Для российских еврооблигаций турбулентность внешних площадок будет поводом для продолжения сползания котировок вниз – внутренних факторов поддержки не наблюдается.

Для рублевого сегмента центральное событие - аукцион по ОФЗ 25080, где, как мы полагаем, спрос будет довольно слабым даже по верхней границе предложенного Минфином диапазона – 7,92% годовых.

Рублю сегодня придется пережить очередную фазу ослабления позиций против базовых валют. Снижение стоимости нефти, а также сохраняющийся поток негативных новостей продолжать способствовать нисходящему тренду.

*Ольга Ефремова*

*Алексей Егоров*

## Календарь событий

### Долговой рынок

27 июля Размещение: ВТБ БО-08 и БО-19

### Внешний долговой рынок

25 июля Доразмещение 30-летних облигаций Германии на 3 млрд евро.

Размещение UST-5 на сумму 35 млрд долл.

26 июля Размещение UST-7 на сумму 29 млрд долл.

27 июля Размещение векселей Италии.

### Макроэкономические события

25 июля Германия: индекс бизнес климата за июль GfK.

26 июля Германия: предварительный индекс потребительских цен за июль.

США: заказы на товары длительного пользования в июне, незавершенные вторичные продажи недвижимости.

### Корпоративные события

27 июля Северсталь опубликует операционные результаты за 2 квартал 2012 года.

ТНК-BP Int. опубликует финансовую отчетность за 2 кв. 2012 г по МСФО.

### Денежный рынок

25 июля Уплата акцизов, налога на добычу полезных ископаемых за июнь.

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

## Новости коротко

### Макроновости

- По данным Росстата, **инфляция в РФ** за 1 полугодие 2012 года превысила среднеевропейскую в 2,5 раза и составила 3,2% против 1,3% в ЕС. По итогам июня текущего года потребительские цены стран Еврозоны в среднем остались на уровне предыдущего месяца, тогда как потребительские цены в России выросли на 0,9%.
- На аукционе Федерального казначейства на СПВБ по размещение средств федерального бюджета на банковских депозитах в объеме 50 млрд руб. спрос составил только 13 млрд руб. В отборе приняли участие две кредитные организации. Процентная ставка отсечения и средневзвешенная процентная ставка размещения составили 6,5% годовых. Напомним, что средства размещались сроком на 28 дней. Дата внесения средств - 25 июля 2012 года, дата возврата средств - 22 августа 2012 года.

### Корпоративные новости

- ЦБ РФ разрешил **НОМОС-БАНКу** включить в состав источников дополнительного капитала средства, привлеченные в ходе размещения 7-летних субординированных еврооблигаций на 500 млн долл. После включения средств капитал НОМОС-БАНКа достиг 70,8 млрд руб., показатель достаточности капитала Н1 составил 12,68%. Показатели приводятся в соответствии с отчетностью по РСБУ, без учета банков, входящих в Группу НОМОС-БАНКа. Данные показатели являются предварительными и основываются на цифрах от 21 июля 2012 года. /www.nomos.ru/

### Долговые рынки

- Минфин проведет 25 июля аукцион по размещению **ОФЗ выпуска 25080** в объеме 15 млрд руб., ранее запланированный на 22 августа 2012 года. Размещение гособлигаций предполагается осуществить с доходностью в интервале от 7,87% до 7,92% годовых.
- **МКБ** выкупил в рамках оферты по облигациям серии 07 объемом 2 млрд руб. около 22% выпуска (440,8 тыс. бумаг).
- С 27 июля 2012 года на ММВБ будут приостановлены торги облигациями **Ростелекома** серии 11 объемом 3 млрд руб. в связи с досрочным их погашением по решению эмитента. Размер премии, выплачиваемой при досрочном погашении облигации, составит 2,50 руб. на одну бумагу.
- **Промсвязьбанк** продлил срок сбора заявок на облигации серии 14 объемом 3 млрд руб. до 7 августа текущего года. Техническое размещение займа перенесено на 9 августа. Ранее закрытие книги заявок планировалось на 24 июля, размещение на ФБ ММВБ - на 26 июля 2012 года. Размещение ценных бумаг указанного займа осуществляется по закрытой подписке, приобретателями облигаций могут выступать только юридические лица. Срок обращения выпуска - 5,5 лет, оферта не предусмотрена.
- По данным газеты «Коммерсантъ», **ВТБ 24** завершил сделку по секьюритизации портфеля автокредитов на сумму 275 млн долл., выпустив облигации. В рамках сделки банк получит финансирование на два года по ставке LIBOR+1,5%. Технически передача портфеля кредитов на баланс SPV-компании, которая будет выпускать облигации, должна произойти до конца августа 2012 года.
- **КБ Ренессанс Капитал** перенес на неопределенный срок размещение биржевых облигаций серии БО-02 объемом 4 млрд руб. Банк проводил book building этого выпуска в период с 18 по 24 июля. Ориентир ставки 1 купона облигаций был установлен в размере 12,5-13% годовых, ему соответствует доходность к годовой оферте в размере 12,89-13,42% годовых.

### Рейтинги и прогнозы

- Рейтинговое агентство Moody's изменило прогноз по рейтингам **АК «АПРОСА»** со «Стабильного» на «Позитивный». Корпоративный рейтинг компании остался на уровне «Вa3». В тоже время агентство повысило базовые кредитные оценки компании с «b3» до «b2» после роста продаж и прибыли на фоне роста цен на алмазы.

- Moody's вслед за снижением прогнозов по рейтингам Германии, Нидерландов и Люксембурга изменило со «Стабильного» на «Негативный» и прогноз рейтинга европейского антикризисного фонда **European Financial Stability Facility (EFSF)**. Согласно комментариям агентства, изменение прогноза связано с присвоением негативных прогнозов по рейтингам всех, кроме одного, а именно – Финляндии, гарантов EFSF с рейтингом «AAA». Напомним, что крупнейшим гарантом фонда, который пока также имеет рейтинг «AAA», является Германия с долей в EFSF 29%.
- Агентство S&P пересмотрело прогноз по рейтингам **ЛенСпецСМУ** со «Стабильного» на «Позитивный». Одновременно агентство подтвердило долгосрочный и краткосрочный кредитные рейтинги компании – «B/B», кредитный рейтинг выпусков облигаций – «B». Эксперты S&P отметили, что «изменение прогноза последовало за улучшением операционных результатов ЛенСпецСМУ (продажи квартир за 1 пол. 2012 г. выросли на 23% к а.п.п.г.), на фоне положительной динамики петербургского рынка жилья (растущий спрос, низкий уровень предложения, повышающиеся цены), сильных рыночных позиций компании и ее эффективной ценовой стратегии в сегменте «среднего класса». В краткосрочной перспективе S&P ожидает увеличение свободного денежного потока компании благодаря росту объемов продаж и низкому уровню материально-производственных запасов в 2012 г. Также S&P считает, что относительно высокая репутация компании на рынке позволит ей в краткосрочной перспективе улучшить структуру своего капитала. Выполнение одного из двух этих факторов может привести к повышению рейтинга ЛенСпецСМУ.  
*Новость, безусловно, позитивная для ЛенСпецСМУ, но вряд ли в текущих условиях можно будет наблюдать заметную реакцию в котировках облигаций компании, поскольку они неликвидные.*

## Главные новости

### Рубль стал ещё более «свободным».

*Банк России расширил диапазон предельных колебаний бивалютной корзины с 6 до 7 рублей, что ещё более увеличивает потенциальную волатильность валютных курсов. Очередные шаги по либерализации курсовой политики совпали с прекращением интервенции ЦБ на валютном рынке, продолжавшимся с конца мая.*

**Событие.** Банк России с 24 июля расширил диапазон предельных колебаний бивалютной корзины, симметрично сдвинув верхнюю и нижнюю границы на полрубля соответственно вверх и вниз. Теперь границы бивалютной корзины составляют 31.65-38.65.

**Комментарий.** Помимо изменений границ бивалютной корзины ЦБ сократил с \$ 500 до \$ 450 млн. объем накопленных интервенций, приводящих к сдвигу границ операционного интервала на 5 копеек. Как и расширение границ, эта мера направлена на увеличение гибкости курсовой политики ЦБ и придание колебаниям валютного курса более рыночного характера.

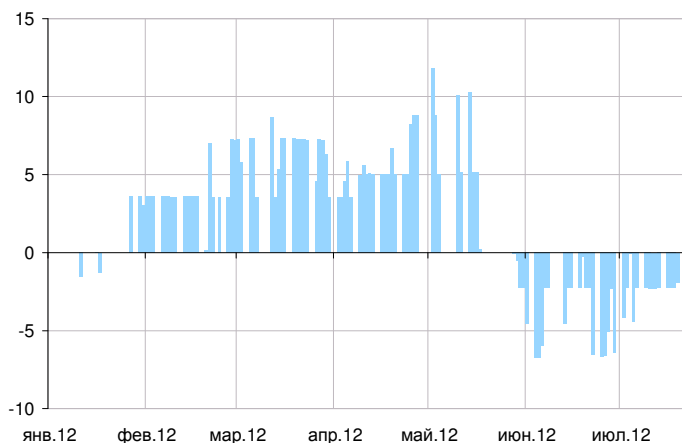
Очередные шаги по либерализации курсовой политики совпали с прекращением интервенций ЦБ на валютном рынке. ЦБ продавал валюту с 28 мая по 19 июля, сдерживая давление на рубль. Всего за это время было продано около \$ 3.6 млрд., что привело к изъятию из системы 117 млрд руб. Изъятие путем интервенции рубли были компенсированы за счет операций РЕПО, в результате чего задолженность банков перед ЦБ по операциям РЕПО превысила 1.5 трлн руб., а с учетом прочих кредитов перевалила за 2 трлн руб.

Бивалютная корзина в настоящий момент торгуется чуть выше середины установленного диапазона. Направление дальнейшего движения в ближайшей перспективе, на наш взгляд, будет целиком определяться настроениями на мировых рынках.

Динамика бивалютной корзины



Ежедневные интервенции ЦБ («+» - покупка валюты, «-» - продажа валюты), млрд руб.



Источники: Банк России, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа  
Кирилл Тремасов

### Спад в европейской промышленности усиливается.

Предварительные июльские значения индексов PMI зафиксировали усиление рецессии в промышленном секторе европейских стран и некоторое улучшение ситуации в промышленности Китая. В США промышленный рост продолжает замедляться, но говорить о рецессии пока рано.

**Событие.** Markit опубликовал предварительные оценки индексов PMI в июле.

#### Индексы PMI

	Июль	Июнь	Май	Апр.	Март	Фев.
<b>США</b>						
PMI mfg	<b>51.8</b>	<b>52.5</b>	54.0	56.0		
<b>Китай</b>						
PMI mfg (HSBC)	<b>49.5</b>	<b>48.2</b>	48.4	49.3	48.3	49.6
<b>Еврозона</b>						
PMI Composite	<b>46.4</b>	<b>46.4</b>	46.0	46.7	49.1	49.3
PMI mfg	44.1	45.1	45.1	45.9	47.7	49.0
PMI non-mfg	47.6	47.1	46.7	46.9	49.2	48.8
<b>Германия</b>						
PMI Composite	<b>47.3</b>	<b>48.1</b>	49.3	50.5	51.6	53.2
PMI mfg	43.3	45.0	45.2	46.2	48.4	50.2
PMI non-mfg	49.7	49.9	51.8	52.2	52.1	52.8
<b>Франция</b>						
PMI Composite	<b>48.0</b>	<b>47.3</b>	44.6	45.9	48.7	50.2
PMI mfg	43.6	45.2	44.7	46.9	46.7	50.0
PMI non-mfg	50.2	47.9	45.1	45.2	50.1	50.0

Источники: Markit

**Комментарий.** Динамика индексов PMI позволяет сделать следующие выводы:

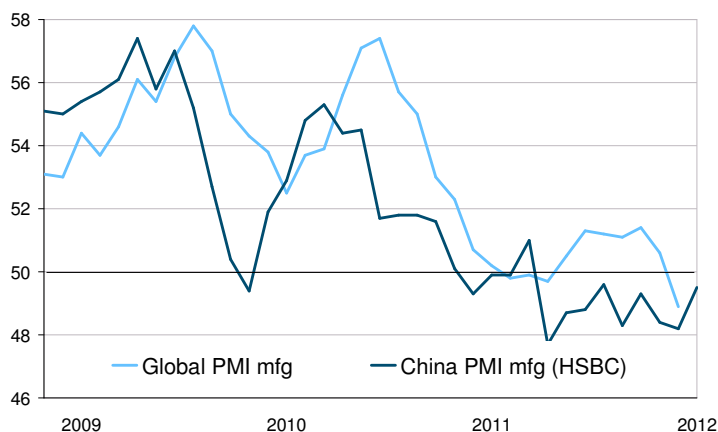
- США – промышленный рост продолжает замедляться, но о рецессии говорить пока рано. Резкое торможение наблюдалось в июне, однако в июле мы видим скорее стабилизацию роста на более низких значениях.
- Китай – ситуация в промышленности принципиально не меняется: в июне было чуть хуже, в июле – чуть лучше. В целом же китайский индекс PMI mfg уже более года колеблется в узком диапазоне чуть ниже 50 пунктов. Формально это позволяет говорить о том, что промышленная конъюнктура остается достаточно слабой, и вероятность рецессии в промышленном секторе достаточно высока.
- Еврозона – композитный индекс не изменился по сравнению с июнем, но

произошло это за счет замедления спада в секторе услуг, в то время как в промышленности рецессия усилилась. Текущие значения индексов PMI mfg не оставляют сомнений в том, что рецессия охватила не только промышленный сектор периферийных стран, но также промышленность Германии и Франции.

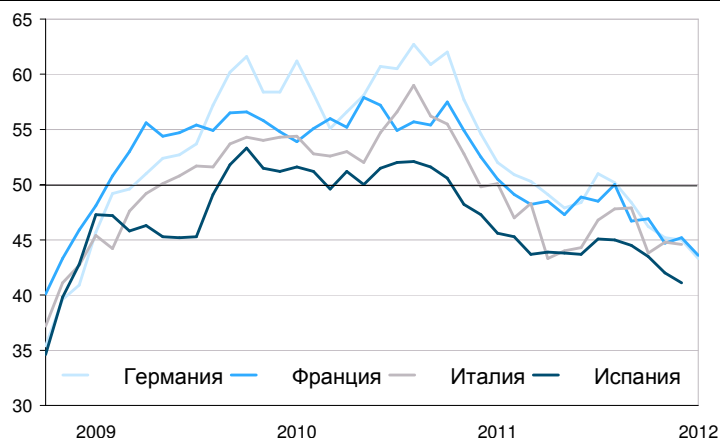
В целом безрадостная статистика, свидетельствующая о дальнейшем ухудшении ситуации в мировой экономике.

Сохранение негативных экономических трендов может подтолкнуть ФРС США к более решительным действиям по стимулированию экономического роста. Ближайшее заседание FOMC состоится 31 июля - 1 августа.

Индексы PMI по промышленности Китая и мировой промышленности



Индексы PMI по промышленности стран Еврозоны



Источники: Markit, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Кирилл Тремасов

### Результаты Магнита за 1 пол. 2012 г. превзошли самые смелые оценки.

Результаты за 1 пол. 2012 г. превзошли самые смелые ожидания. Судя по всему, на этом рано ставить точку – рост компании может продолжиться и в следующие несколько лет. Долговая нагрузка не раскрывалась, но угроз для ее резкого увеличения, по всей видимости, нет – менеджмент ожидает по итогам 2012 г. Чистый долг/ЕБИТДА на уровне 1,5х. Облигации на текущих уровнях малопривлекательны.

**Событие.** Вчера Магнит опубликовал выборочные неаудированные результаты за 2 кв. и 1 пол. 2012 г. по МСФО (управленческий учет).

**Комментарий.** Опубликованные результаты, вне всякого сомнения, можно назвать выдающимися. Главное достижение компании - это значительно превосходящая среднеотраслевой уровень рентабельность по ЕБИТДА (свыше 9%, а точнее 10,1% во 2 кв. 2012 г. и 9,9% в 1 пол. 2012 против 6,0% всего год назад), которая вкпе с ростом продаж на более чем 24% и обеспечила увеличение ЕБИТДА, а соответственно, и чистой прибыли более чем на 100% г-н-г (на 105% и 142%, соответственно).

Два вопроса, возникающие в этой связи: в чем причина того, что у ближайших конкурентов, занимающихся тем же самым бизнесом, дела, мягко говоря, идут не совсем успешно, в то время как у Магнита мы наблюдаем рекордные уровни роста выручки и рентабельности? И второй - насколько подобные темпы роста могут сохраниться в будущем?

Как нам кажется, ответ на первый вопрос довольно очевидный. Компания работает на региональных рынках, недостаточно охваченных современными форматами торговли, а значит, «генерирующих» хороший спрос на ее услуги; а во-вторых, помимо грамотного выстраивания отношений с поставщиками она еще обладает и отличной системой логистики и контроля за своими собственными издержками.

По результатам 1 пол. 2012 ясно, что даже новый прогноз компании по роте выручки на 2012 г. в 30% выглядит консервативным, а рентабельность по ЕБИТДА также будет выше ожидаемых компаний 9,0% (верхняя граница нового прогноза компании

в 8,5-9,0%).

Как нам кажется, до тех пор, пока Магнит будет оставаться «сфокусированным» на региональных рынках (а не на Центральном регионе), и до тех пор, пока в экономике страны не будет происходить каких-либо изменений, способных привести к существенному снижению покупательной способности населения, на протяжении, как минимум, еще 2-3 лет, можно будет говорить о сохранении рентабельности компании на уровне не менее 8,0%-8,5%.

На конференц-звонке по результатам 1П12 руководство Магнита озвучило свои оценки по темпам роста: объем капвложений в 2013 г. может составить 1,8-2,0 млрд долл., количество вводимых торговых площадей может составить 700 тыс. м<sup>2</sup> в год на протяжении нескольких следующих лет, т.е. сеть продолжит достаточно агрессивное развитие. Финансирование роста не будет осуществляться за счет equity; комфортный уровень долга для компании – около 2,0x в терминах Чистый долг/EBITDA. С учетом ожидаемого по итогам 2012 г. коэффициента в 1,5x и темпов роста EBITDA, он оставляет достаточно места для привлечения внешнего финансирования.

Отметим, что Магнит не раскрывал данные по долгу по итогам 1 пол. 2012 г., с которыми, вероятно, можно будет ознакомиться только в 3 декаде августа, когда будут обнародованы «ревьюированные результаты деятельности за 1 пол. 2012 г.». Напомним, что по итогам 2011 г. соотношение Долг/EBITDA было на уровне 1,7x, а Чистый долг/EBITDA – 1,2x, при этом короткая часть долга (192 млн долл.) полностью покрывалась денежными средствами на счетах (534 млн долл.), которых также было достаточно и для выплаты дивидендов (по итогам 2011 г., 1 кв. 2012 г. и 1 пол. 2012 г. на общую сумму свыше 130 млн долл.). В свою очередь, мы не видим угрозы для кредитного качества Магнита в связи с реализацией инвестпрограммы 2012 г. (1,5-1,6 млрд долл.), учитывая солидный операционный денежный поток компании (в 2011 г. был равен порядка 1 млрд долл.) и возможность для маневра с внешними заимствованиями на фоне сильных финансовых результатов за 1 пол. 2012 г.

В свою очередь, облигации Магнита на текущих уровнях доходности (YTM 8,3% - 8,7%/ 390 – 590 дн.) и при низкой ликвидности, на наш взгляд, выглядят малопривлекательными. Вместе с тем, не исключено, что для финансирования своих капзатрат ритейлер может выйти на первичный рынок облигаций, если позволит конъюнктура. В настоящее время у Магнита ММВБ допущены к размещению 3 выпуска биржевых облигаций серий БО-07, -08 и -09 по 5 млрд руб. каждый.

#### Магнит, результаты за 2 кв.12 и 1П12

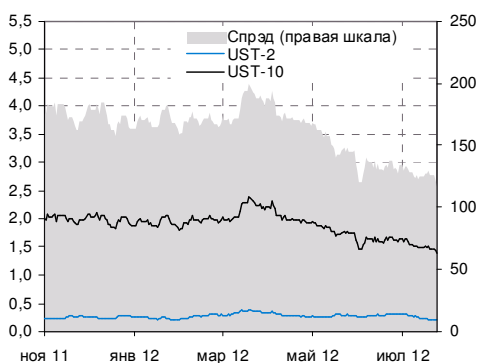
	2Q11	1Q12	2Q12	кв-н-кв	г-н-г	1П11	1П12	Изм.
Выручка:								
млн долл.	2,907	3,325	3,451	4%	19%	5,471	6,776	24%
млн руб.	81,413	99,839	107,191	7%	32%	156,244	207,031	33%
Валовая прибыль:								
млн долл.	651	841	893	6%	37%	1,237	1,733	40%
млн руб.	18,222	25,241	27,731	10%	52%	35,333	52,973	50%
Gross margin	22.4%	25.3%	25.9%	0.6%	3.5%	22.6%	25.6%	3.0%
EBITDA:								
млн долл.	164	321	350	9%	113%	326	671	105%
млн руб.	4,607	9,635	10,863	13%	136%	9,323	20,499	120%
EBITDA margin	5.7%	9.7%	10.1%	0.5%	4.5%	6.0%	9.9%	3.9%
Чистая прибыль:								
млн долл.	79	158	182	15%	129%	140	340	142%
млн руб.	2,222	4,735	5,649	19%	154%	4,008	10,384	159%
net margin	2.7%	4.7%	5.3%	0.5%	2.5%	2.6%	5.0%	2.4%

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

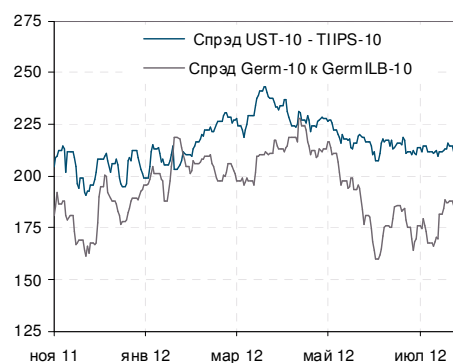
*Евгений Голосной*  
*Александр Полютков*

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

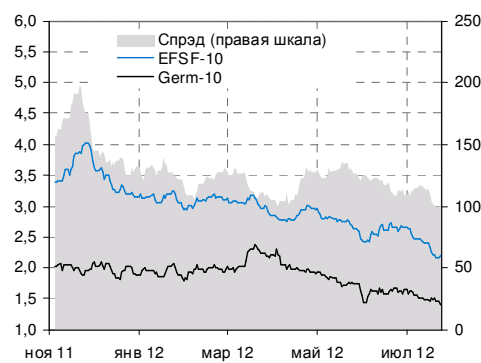
Казначейские обязательства США 2-летн. и 10-летн.



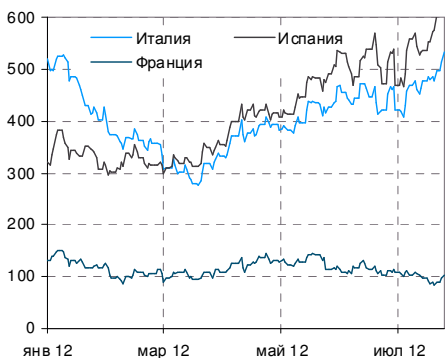
Спрэд UST-10 к TIPS-10 и Germ-10 к GermILB-10



10-летние бумаги Германии и EFSF-10



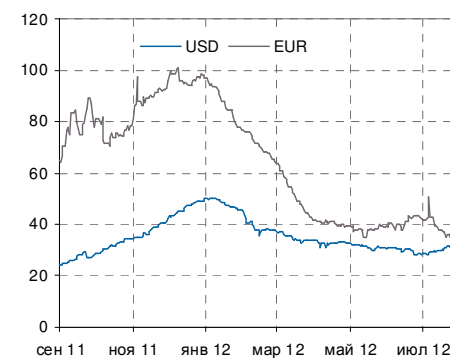
Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

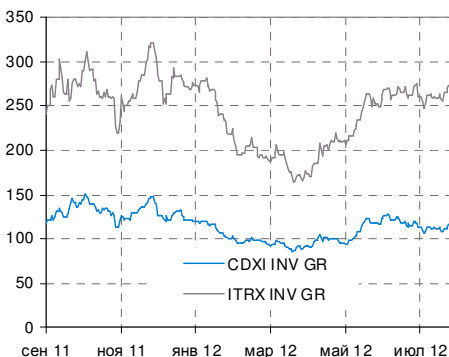


Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

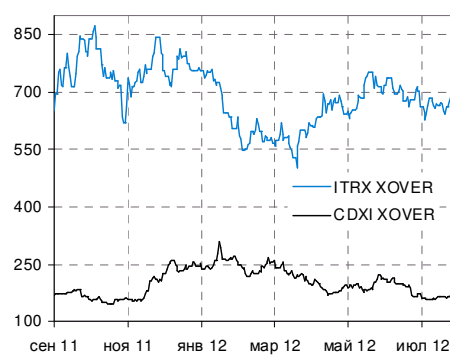


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

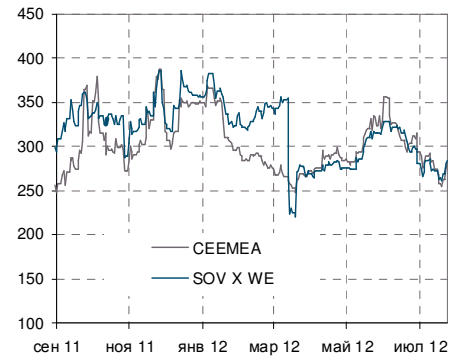
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX / Cross-Over

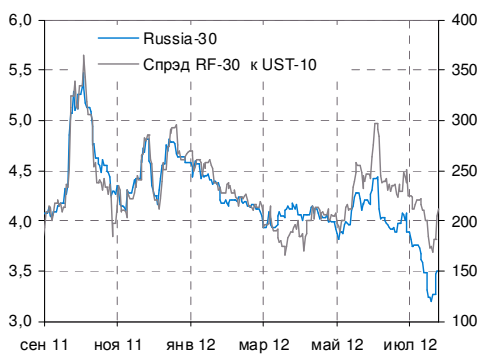


ITRX / Governments

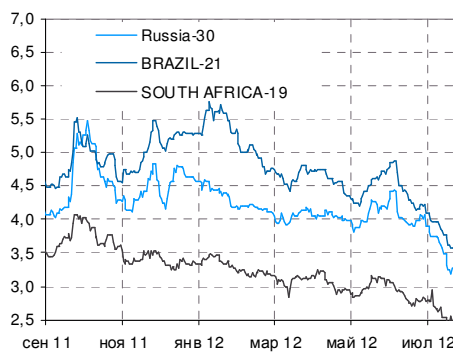


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

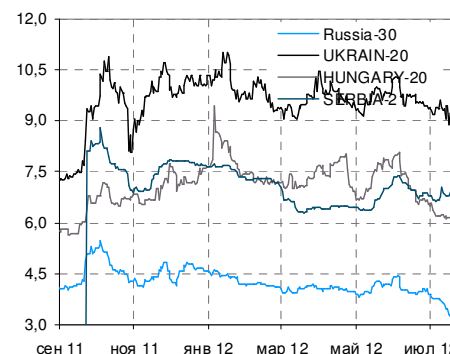
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

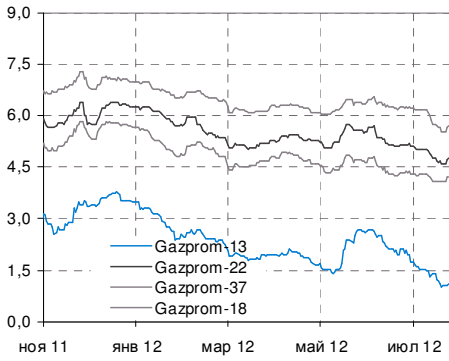


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

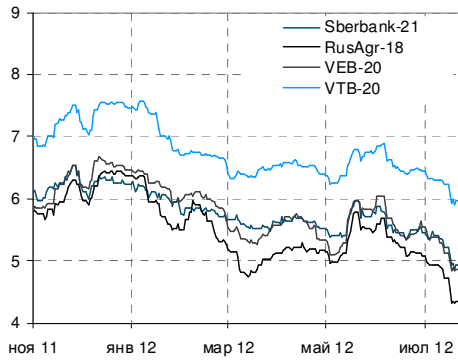


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

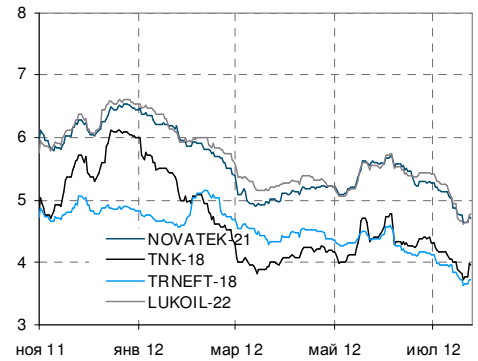
Еврооблигации Газпрома



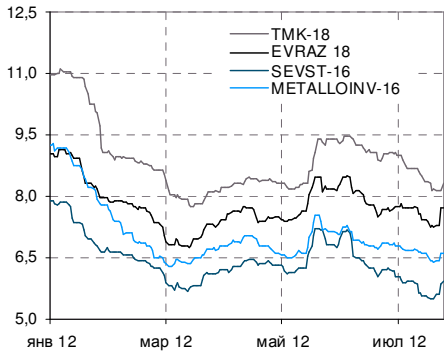
Евробонды госбанков



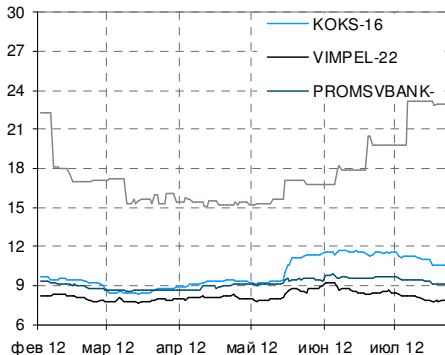
Еврооблигации нефтегазового сектора



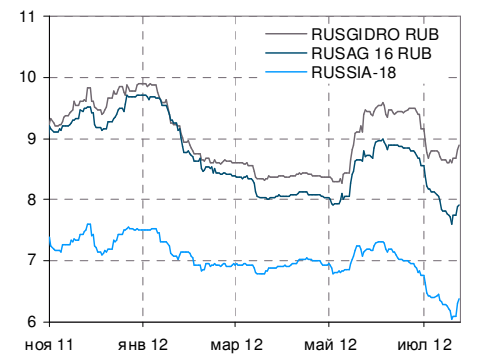
Еврооблигации металлургического сектора



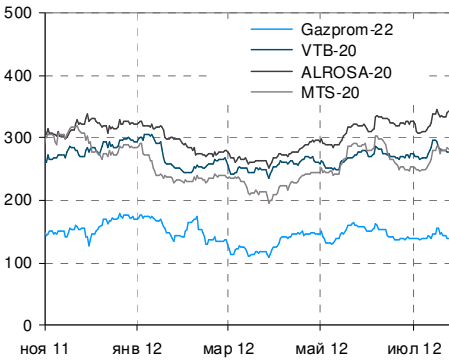
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



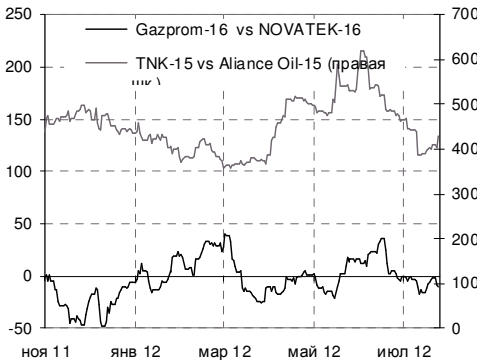
Еврооблигации, номинированные в рублях



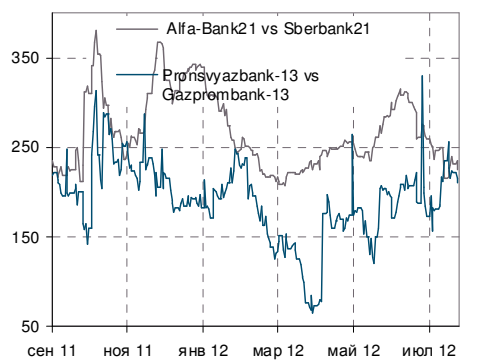
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

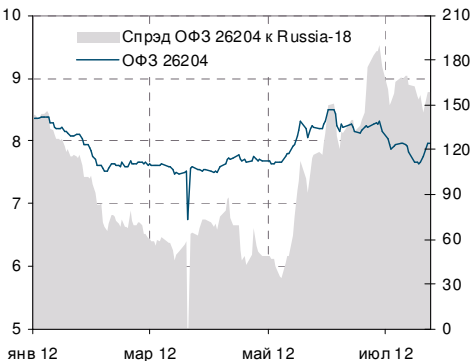


Спрэды в банковском секторе

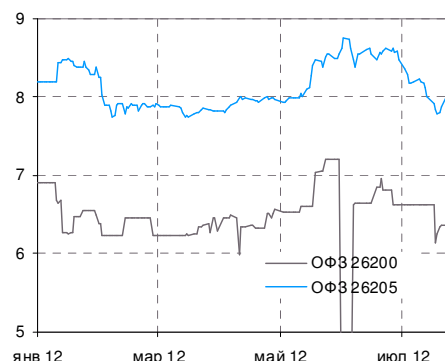


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

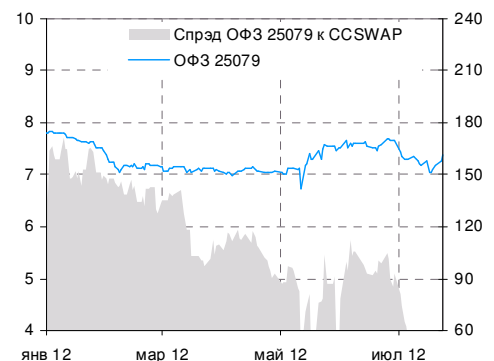
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

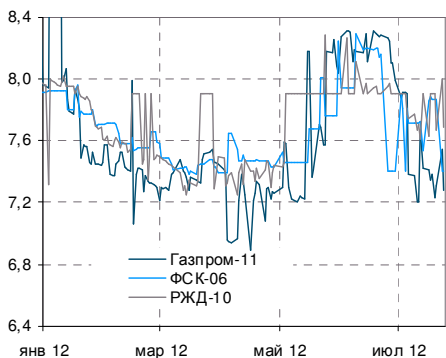


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

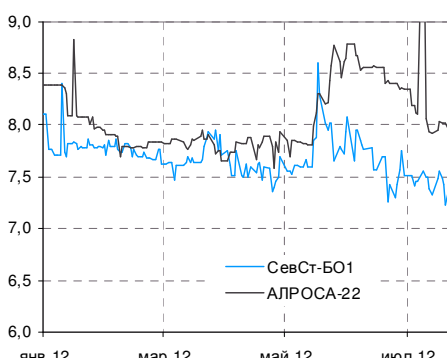


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

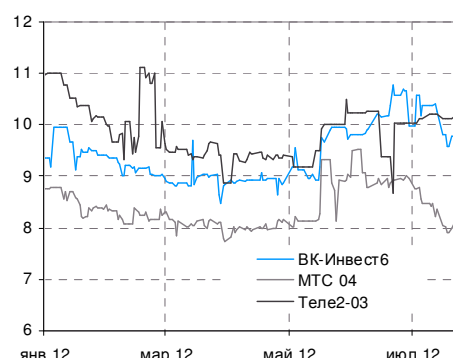
Доходности российских монополий



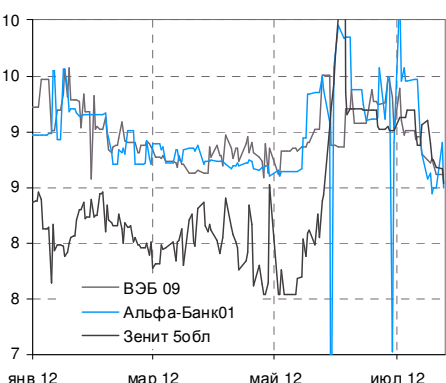
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



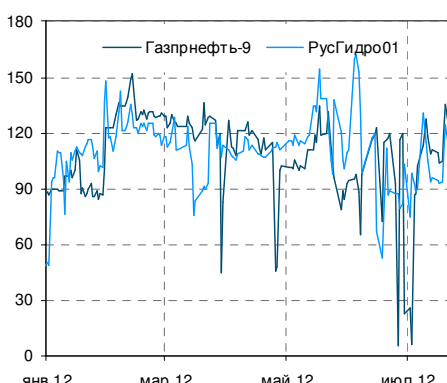
Доходности "Телекоммуникации"



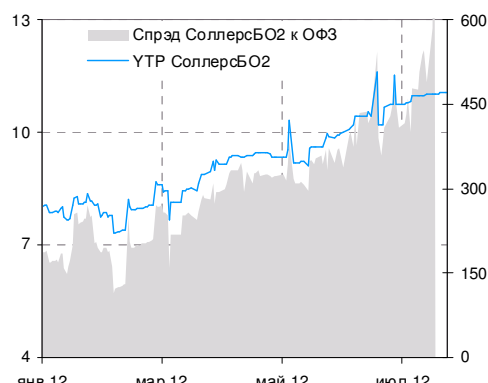
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

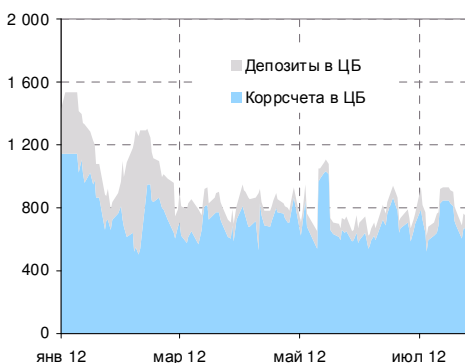


Облигации с текущей доходностью выше 10%

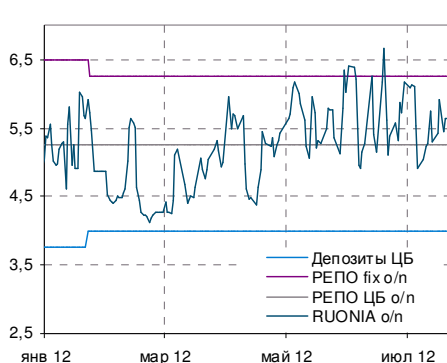


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

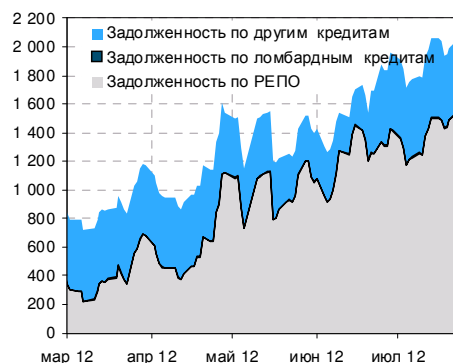
Динамика депозитов и остатков на корсчетах



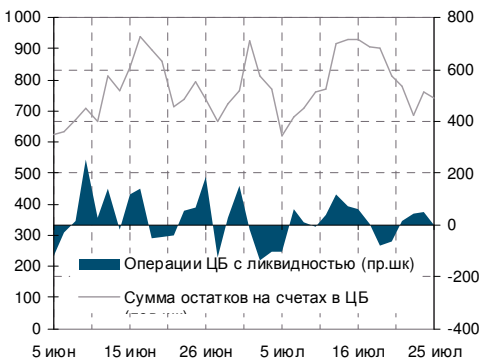
Динамика ставок денежного рынка



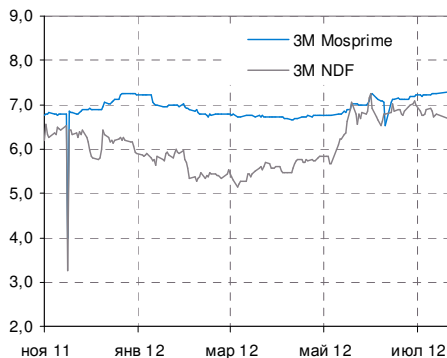
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



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 Волон, CFA

Volov\_YM@nomos.ru

**Электроэнергетика**

Михаил Лямин

Lyamin\_MY@nomos.ru

**Стратегия**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin\_IA@nomos.ru

**Макроэкономика**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova\_OV@nomos.ru

**Телекоммуникации/****Потребсектор**

Евгений Голосной

Golosnoy\_EA@nomos.ru

**Банки**

Андрей Михайлов, FCCA

Mikhajlov\_AS@nomos.ru

**Долговой рынок**

Ольга Ефремова

Efremova\_OV@nomos.ru

**Кредитный анализ**

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

**Алексей Егоров**

Egorov\_AVi@nomos.ru

**Александр Полютон**

Polyutov\_AV@nomos.ru

**Елена Федоткова**

Fedotkova\_EV@nomos.ru

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