

Долговые и денежные рынки
27 сентября 2012 г.

Конъюнктура рынков

Внешние рынки

Глобальные площадки продолжает «лихорадить», причем эпицентром «инфекции» остается Европа, где обостряются ограниченные возможности по преодолению имеющихся финансовых проблем. Панические настроения провоцируют sale-off на европейском долговом рынке – доходность 10-летних бумаг Испании снова выше 6% годовых. Усиливается концентрация в «защитных» инструментах – доходности американских treasuries продолжают снижаться.

Российские еврооблигации

В сегменте российских евробондов под давлением внешнего негатива усилились отрицательные переоценки, при этом ощутимо слабее выглядел корпоративный сектор.

Рублевые облигации

Весьма своевременные новости о Euroclear и Clearstream поддержали спрос на аукционе по ОФЗ – инвесторы «согласились» на покупку «по рынку», вероятно, надеясь на апсайд в перспективе. Корпоративный сектор по-прежнему без четкого курса, усиливается влияние фактора «оптимизации позиций» по итогам сентября и 3 квартала.

FX/Rates

Волатильность на локальном валютном рынке сохраняется, при этом национальная валюта сильнейшим образом реагирует на любое изменение внешней конъюнктуры.

Наши ожидания

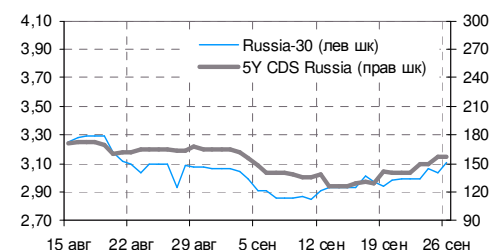
Сегодня общее внимание будет сконцентрировано вокруг одобрения бюджета Испании. Здесь нет очевидной уверенности в оперативном принятии решения, которое удовлетворит инвесторов и позволит отыграть рост доходностей испанских бондов за последнее время, но все же общий сентимент умеренно-позитивный, и это способствует постепенному восстановлению глобального спроса на риски. Кроме того, сегодня ожидается плотный поток макроданных из США: финальный отчет по ВВП за 2 квартал 2012 года, недельная статистика по безработице, данные о заказах на товары длительного пользования в августе, очередная статистика запасов нефти от Минэнерго США – все это при оправдывающихся благоприятных прогнозах добавит энтузиазма покупателям рискованных активов. В части первичного предложения сегодня интересны итоги по размещению итальянских госбумаг с погашением в 2017 и 2022 годах, а также 7-летних UST.

Для сегмента российских евробондов, как мы полагаем, продолжение ценовой коррекции возможно при устойчиво негативном новостном потоке с внешних площадок. Пока же надежды на то, что по Испании процесс утверждения бюджета

Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	3,10	-5
CDS России	158	9
MOSPRIME o/n	6,40	16
NDF 3M	6,32	18
	значение	изм
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	669,4	-61
Остатки на депозитах, млрд руб.	65,5	-3
Доллар / рубль (ЦБ), руб	31,33	0,34
Корзина (ЦБ), руб	35,38	0,22

Динамика доходности Russia-30 и CDS России



Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3M	0,36	-0,1
ERIBOR 3M	0,22	0,0
EUR/USD	1,29	
UST-10	1,61	-6
Германия-10	1,46	-13
EFSF-10	2,13	-4
Италия - 10	5,20	11
Испания - 10	6,03	32
Португалия-10	8,72	14
CDS 5Y Ирландия	312	29
CDS 5Y Португалия	531	56
CDS 5Y Италия	370	35
CDS 5Y Испания	403	40

Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	580,0	30
iTRAXX CEEMEA 5Y	225,0	8
iTRAXX SOVX WE 5Y	149,0	12

Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 25075	7,11	-5
ОФЗ 26205	7,79	1
ОФЗ 26207	8,21	4
Газпром-11	7,04	-1
РЖД-10	7,32	1
ФСК-15	8,00	19
MTC-05	8,73	0
ВымпелКом-4	9,36	-4
МеталлИнвест-5	9,39	9
РусалБр-8	14,81	3
РСХБ-15	8,03	0

Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	6,25	4
Gazprom-37	5,41	3
Sberbank-21	4,65	12
AlfaBank-21	6,80	5
Evraz-18	6,76	10
Vimpel-22	6,91	13
TNK-BP-18	3,73	0

будет проходить не столь болезненно, как по Греции, формируют ожидания попыток «откупа» участниками рынка подешевевших накануне бондов.

Внутренний долговой рынок, в целом, выглядит довольно устойчивым к внешнему негативу, однако основной «вклад» в возможные положительные переоценки сегодняшнего дня, как мы полагаем, обеспечен «техническими» аспектами.

На локальном валютном рынке сегодня мы ожидаем увидеть слабые попытки рубля продемонстрировать восстановление. Поддержку национальной валюте будут оказывать восходящий тренд нефтяных котировок, а также повышенный спрос на рублевую ликвидность накануне завтрашнего расчета с бюджетом по налогу на прибыль.

Главные новости

Ак Барс Банк (B1/-/BB-): первичное предложение.

Последний год для банка был наполнен довольно негативными новостями: снижением рейтингов и нарушением ковенант. На наш взгляд, в новом выпуске интересно участвовать ближе к верхней границе диапазона, что даст премию к последнему размещению Банка ЗЕНИТ (Ba3/-/B+) порядка 30 б.п.

Кредит Европа Банк (Ba3/-/BB-): первичное предложение.

Уже по нижней границе предложенного ориентира доходности выпуск смотрится вполне премиально, но учитывая историю предыдущих выпусков, где сохраняется низкая ликвидность и факт того, что бумаги торговались большую часть времени ниже номинала, мы рекомендуем участие от середины обозначенного диапазона – 10,2-10,3%.

S&P лишило Липецкую область последнего рейтинга.

Новость умеренно-негативная, особенно для «свежего» бонда области серии 34007, который еще не успел попасть в Ломбард ЦБ. Финансовые власти региона заверили, что в ближайшее время область рассчитывает обзавестись новыми рейтинговыми оценками от агентства Fitch.

Fitch присвоило Почте России рейтинг «BBB»/Стабильный.

Новость позитивная для единственного выпуска Почты России серии 01, у которого теперь есть шанс попасть в Ломбардный список ЦБ. Несмотря на вчерашний рост котировок, потенциал роста еще сохраняется.

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

Глобальные площадки продолжает «лихорадить», причем эпицентром «инфекции» остается Европа, где обостряются ограниченные возможности по преодолению имеющихся финансовых проблем. Панические настроения провоцируют *sale-off* на европейском долговом рынке – доходность 10-летних бумаг Испании снова выше 6% годовых. Усиливается концентрация в «защитных» инструментах – доходности американских *treasuries* продолжают снижаться.

Для глобальных площадок «эпицентром» панических настроений остается Европа, где помимо финансовых проблем на «повестке дня» обострение политической ситуации и массовые демонстрации несогласных с принимаемыми мерами по оптимизации госрасходов. Так, вчера было опубликовано официальное заявление министров финансов Германии, Нидерландов и Финляндии о том, что антикризисный фонд ESM должен принимать исключительно ограниченное участие в рекапитализации банков. Таким образом, на пути начала стимулирующих мер по оказанию поддержки странам, испытывающим финансовые затруднения, начинают появляться новые препятствия. Вместе с тем, это было не единственным негативным моментом, оказавшим давление на европейскую валюту. Протестные настроения населения в Испании, связанные с ужесточением мер финансовой экономии, а также появившаяся информация о том, что регион Каталония, раньше требовавший большей финансовой независимости от федеральных властей, теперь рассматривает вопрос выделения в самостоятельное государство. На фоне этого вполне логично ожидать, что правительство страны пока воздержится от обращения за поддержкой к ЕЦБ, в обмен которой регулятор, скорее всего, потребует еще сильнее «затянуть пояса». Кроме того, забастовки продолжаются и в Грецию.

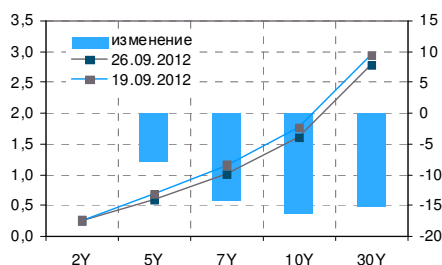
Негативный политический фон стал причиной *sale-off* в сегменте европейских долговых бумаг: доходность 10-летних испанских госблизаций за вчерашний день прибавила 32 б.п. и снова вышла за пределы 6% годовых, составив 6,03% годовых. Доходность 10-летних итальянских бумаг прибавила 11 б.п. до 5,2% годовых. На этом фоне интересно, при каком сентименте будут проходить сегодняшние аукционы по 5-летним и 10-летним итальянским госблизациям.

Немецкие *Bundes-10* вчера изрядно подорожали, их доходность снизилась на 13 б.п., до 1,43% годовых. Кроме того, уверенным спросом пользуются американские *treasuries*: доходность *UST-10* за вчерашний день снизилась до 1,61% годовых («-6 б.п.»), заметным был спрос при размещении новых 5-летних *treasuries*. В частности, *bid/cover* увеличился относительно уровня августовского аукциона до 3,06x с 2,92x при том, что доходность снизилась до 0,647% с 0,708% годовых. Возросла активность участников-нерезидентов: их доля в общем объеме покупок увеличилась с 39,7% до 42%.

На международном валютном рынке продолжается коррекция евро на фоне ухудшающейся политической обстановки в Европе. При этом вероятность того, что в ближайшее время ситуация стабилизируется весьма мала. Уровни, на которых по итогам дня находилась пара *EUR/USD* 1,2874x, скорее всего, будут пройдены, и европейская валюта по отношению к доллару вернется к значению 1,27x, которое было на рынке до объявления начала стимулирующих мер от ЕЦБ и ФРС.

Ольга Ефремова
Алексей Егоров

Кривая доходности госблизаций США



Российские еврооблигации

В сегменте российских евробондов под давлением внешнего негатива усилились отрицательные переоценки, при этом ощутимо слабее выглядел корпоративный сектор.

В среду отрицательные переоценки в сегменте российских евробондов усилились. И хотя масштабы фиксации выглядели достаточно умеренными – все-таки интерес к российским активам не утрачен полностью, общая обстановка сохранялась довольно негативной. При этом укрепляются опасения, что в ближайшие дни усугубляющийся европейский негатив может укрепить ценовую коррекцию.

Пожалуй, суверенные выпуски смотрелись сильнее остального рынка. Здесь, вероятно, сказалось глобальное укрепление спроса на «защитные» активы. Так, котировкам Russia-30 пока удается оставаться около отметки 125,125% (YTM 3,15%), при этом спрос на бумаги возрос на фоне приходящегося на ближайшие дни очередного этапа амортизации по выпуску. Этот же фактор был причиной «технического» роста доходности выпуска, случившегося накануне. В целом за день максимум по Russia-30 был на отметке 125,625% (YTM 3,08%), к закрытию выпуск чуть скорректировался – до 125,375% - 125,5% (YTM 3,11% - 3,09%).

В части Russia-42 также можно говорить о положительной ценовой динамике – в течение дня выпуск подорожал до 118,625% - 118,875% (YTM 4,45% - 4,48%) относительно закрытия во вторник по 118,5% (YTM 4,49%).

Суверенный спрэд к UST-10 за вчерашний день расширился до 150 б.п. («+14» б.п.).

Корпоративный сегмент оказался объектом довольно активной фиксации. В среднем снижение котировок варьировалось в диапазоне 0,5% - 1%, при этом инвесторы старались сокращать свои позиции как в «первом эшелоне»: бондах Сбербанка, ВТБ, ВЭБа, Газпрома, РЖД, Газпром нефти, так и в более доходных выпусках – сильнее прочего продажи затронули бумаги Евраз, Металлоинвеста и, конечно же, ВымпелКома.

Перспективы торговой сессии сегодняшнего дня представляются также довольно не радужными – прессинг внешнего, в частности европейского, негатива не уменьшается

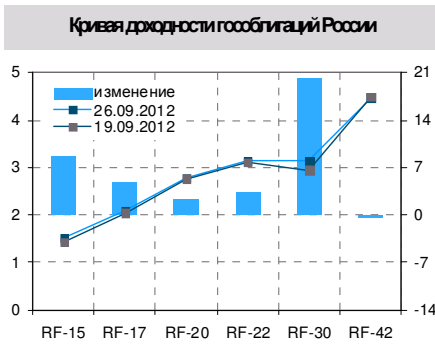
Ольга Ефремова

Рублевые облигации

Весьма своевременные новости о Euroclear и Clearstream поддержали спрос на аукционе по ОФЗ – инвесторы «согласились» на покупку «по рынку», вероятно, надеясь на апсайд в перспективе. Корпоративный сектор по-прежнему без четкого курса, усиливается влияние фактора «оптимизации позиций» по итогам сентября и 3 квартала.

Для инвесторов в рублевые облигации вчера, безусловно, центральным событием было размещение ОФЗ серии 25080. Здесь важно отметить, что весьма своевременная новость о Euroclear и Clearstream помогла нарушить «традицию» последних недель и обеспечила Минфину возможность для почти полного размещения всего заявленного объема (19,16 млрд руб. из 20 млрд руб.). Предсказуемо ставка отсечения сложилась по верхней границе индикатива регулятора – 7,55% годовых. В то же время средневзвешенная доходность была установлена ниже – на уровне 7,53% годовых. Хотя это и соответствует средневзвешенным ценам накануне, здесь, очевидно, не обошлось без надежд участников рынка на возможный апсайд по сегменту в перспективе, когда локальный рынок станет более доступным для нерезидентов.

Важно, что на остальных бумагах такие надежды отражались вчера в меньшей степени – здесь ценовой прогресс «ограничивался» 15 б.п. Очевидный «плюс», что давление слабого рубля несколько снизилось,



хотя активных покупок в ОФЗ особо не наблюдалось.

Корпоративный сектор вновь был без четкого единого курса. При минимальных оборотах диапазон колебания котировок варьировался от «-0,5%» до «+1,5%». При этом заметный «взлет», как мы полагаем, представляет собой ни что иное, как проявление «технического» аспекта – до конца сентября и всего 3 квартала осталось фактически 2 торговые сессии сегодня и в пятницу, в связи с чем усиливается влияние фактора «оптимизации позиций».

Ольга Ефремова

Forex/Rates

Волатильность на локальном валютном рынке сохраняется, при этом национальная валюта сильнейшим образом реагирует на любое изменение внешней конъюнктуры.

На локальном валютном рынке при открытии торгов участники отыгрывали негативные тенденции на сырьевых площадках. При этом курс доллара в первые минуты вновь преодолел уровень 31 руб. Вместе с тем, не только сырьевые площадки оказывали негативное воздействие на национальную валюту. Сохраняющийся тренд по снижению пары EUR/USD на фоне появившихся протестных настроений в странах, где необходимо ввести меры бюджетной экономии, также формирует у инвесторов антирисковые настроения. По итогам торгов стоимость бивалютной корзины достигла отметки 35,37 руб., а курс доллара - 31,37 руб. При этом фактор высокого спроса на рублевую ликвидность не смог оказать национальной валюте практически никакой поддержки.

Опубликованные вчера данные о сокращении коммерческих запасов нефти в США стали поводом для роста цен на «черное золото», что позволило рублю при открытии торгов немного укрепиться относительно базовых валют.

Денежный рынок за вчерашний день продемонстрировал очередное снижение уровня ликвидности. Так, согласно данным ЦБ, сумма остатков на корсчетах и депозитах снизилась 63 млрд руб. до 734,9 млрд руб. Вместе с тем, ожидаемого сокращения почти в 200 млрд руб. («сальдо», образовавшееся после аукциона семидневного прямого РЕПО) удалось избежать за счет увеличения задолженности по однодневным ресурсам. Однако ставки на рынках МБК и РЕПО продолжили расти. Так, MosPrime o/n достигла 6,4% - максимальное значение с начала июля.

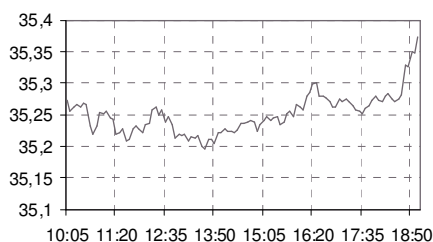
Алексей Егоров

Наши ожидания

Сегодня общее внимание будет сконцентрировано вокруг одобрения бюджета Испании. Здесь нет очевидной уверенности в оперативном принятии решения, которое удовлетворит инвесторов и позволит отыграть рост доходностей испанских бондов за последнее время, но все же общий сентимент умеренно-позитивный, и это способствует постепенному восстановлению глобального спроса на риски. Кроме того, сегодня ожидается плотный поток макроданных из США: финальный отчет по ВВП за 2 квартал 2012 года, недельная статистика по безработице, данные о заказах на товары длительного пользования в августе, очередная статистика запасов нефти от Минэнерго США – все это при оправдывающихся благоприятных прогнозах добавит энтузиазма покупателям рискованных активов. В части первичного предложения сегодня интересны итоги по размещению итальянских госбумаг с погашением в 2017 и 2022 годах, а также 7-летних UST.

Для сегмента российских евробондов, как мы полагаем, продолжение ценовой коррекции возможно при устойчиво негативном новостном потоке с внешних площадок. Пока же надежды на то, что по Испании процесс утверждения бюджета будет проходить не столь болезненно, как по Греции, формируют ожидания попыток «откупа» участниками

Динамика бивалютной корзины



рынка подешевевших накануне бондов.

Внутренний долговой рынок, в целом, выглядит довольно устойчивым к внешнему негативу, однако основной «вклад» в возможные положительные переоценки сегодняшнего дня, как мы полагаем, обеспечен «техническими» аспектами.

На локальном валютном рынке сегодня мы ожидаем увидеть слабые попытки рубля продемонстрировать восстановление. Поддержку национальной валюте будут оказывать восходящий тренд нефтяных котировок, а также повышенный спрос на рублевую ликвидность накануне завтрашнего расчета с бюджетом по налогу на прибыль.

Ольга Ефремова

Алексей Егоров

Календарь событий

Долговой рынок

28 сентября Размещение: Альфа-Банк, БО-03

Внешний долговой рынок

27 сентября Размещение гособлигаций Италии.

Размещение UST-7 на 29 млрд долл.

Макроэкономические события

27 сентября ЕС: безработица в Германии в сентябре.

США: недельная статистика по безработице, объем заказов на товары длительного пользования в августе, финальный ВВП за 2 кв. 2012 года, незавершенные продажи на вторичном рынке недвижимости в августе.

28 сентября Япония: PMI за сентябрь, базовый CPI в сентябре, розничные продажи в августе, промышленное производство в августе, закладки новых домов в августе.

Китай: PMI от HSBC за сентябрь.

ЕС: индекс потребительских расходов в Еврозоне за сентябрь.

США: личные доходы и расходы в августе, финальный индекс потребительского доверия в сентябре, компонента инфляционных ожиданий в индексе потребительского доверия в сентябре.

Корпоративные события

28 сентября Металлоинвест: отчетность за 6 месяцев 2012 года.

30 сентября ФСК: отчетность за 1 пг. 2012 года по МСФО.

Денежный рынок

27 сентября Депозитный аукцион по размещению временно свободных средств федерального бюджета на сумму 50 млрд рублей. Срок размещения составит 91 дней. Минимальная процентная ставка размещения установлена 6,3% годовых.

28 сентября Налог на прибыль организаций.

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Новости коротко

Макроновости

- По оценке Росстата, **инфляция в России** за период с 18 по 24 сентября составила 0,1%, с начала сентября - 0,5%, с начала года - 5,1%. В 2011 году с начала сентября наблюдалась дефляция в размере 0,1%, инфляция с начала года составляла 4,6%, в целом за сентябрь была нулевой.
- В аукционе по **размещению временно свободных средств Фонда содействия реформирования ЖКХ** в объеме 0,5 млрд руб. сроком на 21 день приняли участие 17 банков. Общий спрос составил 7,9 млрд руб., диапазон ставок в заявках был от 5,51% до 11,5%. По итогам размещения была удовлетворена 1 заявка на 0,5 млрд руб., ставка отсечения составила 11,5% годовых.

Долговые рынки

- На аукционе по размещению **ОФЗ 25080** в объеме 20 млрд руб. спрос по номиналу составил 30,517 млрд руб., в том числе спрос по верхней границе установленного диапазона доходности 7,5% - 7,55% годовых составил 27,011 млрд руб. По итогам аукциона объем размещения составил 19,16 млрд руб. Доходность по цене отсечения составила 7,55% годовых, по средневзвешенной цене - 7,53% годовых.
- **ОАО «Группа ЛСР»** в рамках оферты по облигациям серии 02 объемом 5 млрд руб. выкупило 239,869 тыс. облигаций (4,8% выпуска) по цене 100,6% от номинала на общую сумму 244,8 млн руб., включая НКД.
- Облигации **ОАО «ВымпелКом»** серий 01, 02 и 04 на общую сумму 35 млрд руб. включены в котировальный список «Б» ММВБ.
- Ставка 1 купона по облигациям **ОАО «АЛЬФА-БАНК»** серии БО-03 установлена по результатам сбора заявок на уровне 8,45% годовых. В ходе маркетинга ориентир ставки был объявлен в диапазоне 8,25-8,50% годовых, что соответствовало доходности к оферте 8,42-8,68% годовых.
- **Банк ЗЕНИТ** исполнил обязательство по приобретению облигаций серии БО-02 объемом 5 млрд руб. у их владельцев. В рамках оферты по цене 100% от номинальной стоимости было выкуплено 35,4% выпуска (1,8 млрд руб.).

Рейтинги и прогнозы

- Агентство Moody's Investors Service заявило вчера, что конфискация активов узбекской «дочки» **МТС** не повлияет на корпоративный рейтинг оператора («Ва2»/Стабильный). Эксперты Moody's отметили, что «потеря бизнеса в Узбекистане оценивается как умеренно негативный фактор для кредитного рейтинга МТС».

Главные новости

Ак Барс Банк (B1/-/BB-): первичное предложение.

Последний год для банка был наполнен довольно негативными новостями: снижением рейтингов и нарушением ковенант. На наш взгляд, в новом выпуске интересно участвовать ближе к верхней границе диапазона, что даст премию к последнему размещению Банка ЗЕНИТ (Ва3/-/B+) порядка 30 б.п.

Событие. Ак Барс Банк планирует в конце сентября - начале октября провести размещение биржевых облигаций БО-01 объемом 5 млрд руб. сроком на 3 года. В рамках выпуска предусмотрена годовая оферта. Ориентир по ставке купона: 9,1-9,5% годовых, что соответствует доходности 9,31-9,73% годовых.

Комментарий. Отметим, что еще год назад оба рейтинга – от Moody's «B1» и от Fitch «BB-» – были на ступень выше, однако затем оба агентства с интервалом в полгода понизили оценки банка на ступень. Причем рейтинги Республики Татарстан, контролирующей банк, согласно отчетности по МСФО за 2011 год, через министерства, государственные организации и связанные компании, оставались на прежнем уровне. Причина – слабая капитализация банка и уменьшение «финансовой» гибкости Республики Татарстан. Последнее связано с подготовкой к

Универсиаде-2013 и ростом долга (см. наш обзор от 9 июня 2012 года http://www.nomos.ru/upload/iblock/614/NOMOS_daily_debt_markets_09_06_2012.pdf). Несвоевременное пополнение капитала Банка могло привести к нарушению ковенанта (CAR не ниже 12%) по выпуску еврооблигаций объемом 280 млн долл. с погашением в декабре 2012 года, которое, впрочем, в итоге было в июле одобрено инвесторами и не привело к досрочному выкупу бумаг с рынка. Обращаем внимание, что к 1 сентября 2012 года ситуация с достаточностью капитала банка заметно улучшилась, благодаря выпуску в июле субординированных еврооблигаций в размере 600 млн долл. В частности, уровень достаточности капитала Н1 (по РСБУ) вырос с 12,02% до 15,0%.

Основным преимуществом банка является его акционерная структура, при этом Ак Барс выступает уполномоченным банком Татарстана. В отчетности по МСФО эмитента есть ссылка, что «если Правительство Республики Татарстан выберет другой банк в качестве своего уполномоченного банка, то это может иметь существенные негативные последствия для деятельности Банка, его финансового состояния и результатов деятельности». В показателях банка это отражается в таких статьях как «средства клиентов», где около 20% (30,8 млрд руб.) приходится на «государственные и общественные организации», «кредиты и авансы клиентов» - 8% (14,7 млрд руб.) выдано органам государственной власти и госорганизациям Татарстана и ими же приобретено 72% (26,6 млрд руб.) выпущенных долговых ценных бумаг банка. Кроме того, банк активно работает с госкомпаниями, финансирует проекты через лизинг, приобретает ценные бумаги. Если говорить в целом, то 57% активов банка сосредоточено в Татарстане (все цифры приведены по МСФО за 2011 год).

Если смотреть отрасли, которые в основном кредитует банк, то это торговля, строительство, производство и сельское хозяйство. При этом, судя по РСБУ, кредитной организации удается контролировать просроченную задолженность на умеренном уровне – 3,2% на 1 сентября 2012 года. В качестве негативного момента отметим, что портфель Ак Барса отличается ярковыраженной долгосрочной структурой. Не в пользу банка говорит и тот фактор, что летом он нарушал норматив ЦБ по текущей ликвидности, которая опускалась ниже требуемых 50%. В настоящее время ситуация выправилась – показатель на 1 сентября составил 73,5%.

Урегулировать вопрос с ликвидностью банку помогают «оптовые» заимствования в виде выпущенных ценных бумаг и субординированного долга. Новый облигационный заем также можно рассматривать как положительный фактор с точки зрения финансовой устойчивости банка. Напомним, что в декабре кредитной организации предстоит погасить уже упомянутый выпуск еврооблигаций на 280 млн долл., так что привлекаемые средства могут быть направлены в том числе и на рефинансирование данной задолженности.

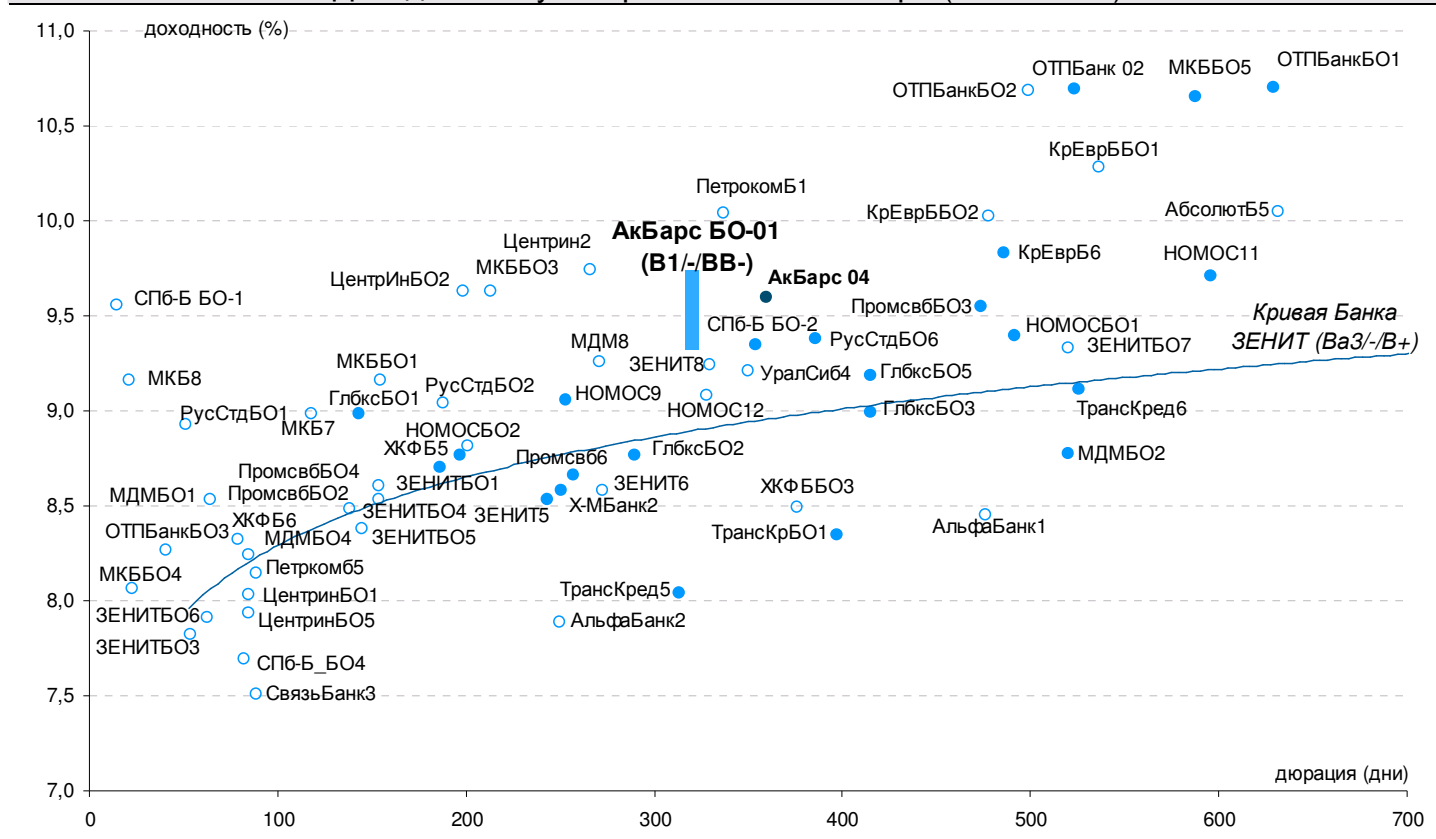
В настоящее время в обращении находится единственный рублевый выпуск банка серии 04, торгующийся с доходностью 9,6% к погашению в октябре 2013 года. Однако облигации слаболиквидны и не могут в полной мере выступать для ориентира по новому займу. В качестве ориентира мы взяли кривую Банка ЗЕНИТ (Ba3/-/B+), у которого акционерная структура (наличие в акционерах Татнефти) отчасти «перекликается» со структурой Ак Барс Банка, рейтинги также схожи. Ак Барс предлагает премию к кривой Банка ЗЕНИТ на уровне 45-87 б.п., при этом дисконт по РЕПО с ЦБ у них одинаковый – 17,5% б.п. На наш взгляд, интересно поучаствовать в займе Ак Барс Банка ближе к верхней границе диапазона - на уровнях доходности от 9,7% годовых. Напомним, последний выпуск БАНКа ЗЕНИТ серии 08 был размещен с УТР 9,4% также к годовой оферте.

Финансовые показатели Ак Барс Банка по РСБУ

млн руб.	1 янв 11	1 сен 11	1 янв 11	1 июл 12	1 сен 12
H1, %	15,36	13,40	12,09	12,02	15,00
Активы	235 655	272 706	295 128	310 996	325 111
Денежные средства и драгметаллы	5 032	5 623	7 109	7 491	8 032
Доля в активах	2%	2%	2%	2%	2%
МБК (размещенные средства)	24 247	28 551	31 382	28 451	31 500
МБК в активах	10,3%	10,5%	10,6%	9,1%	9,7%
Кредитный портфель (gross)	145 515	158 271	174 863	195 922	207 234
Уровень просрочки	6,1%	4,7%	3,6%	3,2%	3,2%
Покрытие просрочки резервами	125,1%	121,2%	137,5%	159,3%	154,1%
Кредиты физлиц	15,4%	16,8%	18,3%	20,7%	20,8%
Кредиты/Клиентские средства	111,7%	92,2%	107,1%	118,0%	126,5%
Доля в активах	57,0%	54,7%	56,3%	59,8%	60,6%
Операции с ценными бумагами	42 638	57 135	54 263	32 384	31 850
Доля в активах	18,1%	21,0%	18,4%	10,4%	9,8%
Капитал*	34 965	35 476	35 476	37 131	37 131
Доля в активах	14,8%	13,0%	12,0%	11,9%	11,4%
МБК (привлеченные средства)	9 570	12 039	40 751	52 389	38 270
Кредиты ЦБ	0	0	3 000	11 970	11 479
Кредиты ЦБ в Пассивах	0,0%	0,0%	1,0%	3,8%	3,5%
Средства клиентов	130 302	171 749	163 260	166 070	163 857
Доля в активах	55,3%	63,0%	55,3%	53,4%	50,4%
Выпущенные ценные бумаги	39 002	39 749	37 754	40 247	40 724
Доля в активах	16,6%	14,6%	12,8%	12,9%	12,5%
Балансовая прибыль	597	1 540	1 871	617	982

Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Доходности бумаг финансового сектора (26.09.2012)



Елена Федоткова

Кредит Европа Банк (ВаЗ/-ВВ-): первичное предложение.

Уже по нижней границе предложенного ориентира доходности выпуск смотрится вполне премиально, но учитывая историю предыдущих выпусков, где сохраняется низкая ликвидность и факт того, что бумаги торговались большую часть времени ниже номинала, мы рекомендуем участие от середины обозначенного диапазона – 10,2-10,3%.

Событие. Кредит Европа Банк планирует 2 октября открыть книгу сбора заявок на выпуск облигаций серии БО-3 объемом в 5 млрд руб. Ориентир по ставке купона 9,75-10,2%, что соответствует доходности в 9,99-10,51%. По выпуску предусмотрена оферта через 1 год.

Комментарий. На сегодняшний день у банка в обращении находятся три выпуска бондов, каждый из которых отличается довольно скромной ликвидностью. Самым ликвидным из обращающихся является бонд серии БО-2 с офертой в феврале 2014 года и средневзвешенной доходностью за текущую неделю 10,07%. Новый выпуск по нижней границе предлагает аналогичную доходность. Вместе с тем, еще раз отметим, что ликвидность бумаг на вторичном рынке довольно низкая. Среди бумаг своей рейтинговой категории и дюрации около года все бумаги, в основном, торгуются с доходностью ниже отметки 9,5% годовых, что отчасти может говорить о привлекательности нового предложения банка. Альтернативу ему можно найти среди бумаг ОТП Банка, которые при более высоком рейтинге – «Ва2/-ВВ» и больших масштабах, как локального, так и глобального бизнеса, предлагают доходность выше. Так, более длинные бумаги ОТП достаточно давно закрепились за отметкой в 10,5%, формируя премию к бумагам Кредит Европа Банка. Мы считаем, учитывая, что бизнес ОТП в большей мере (в отличие от Кредит Европа Банка) зависит от рисков Евросоюза, которые сохраняются в настоящее время довольно высокими, ждать значительного сужения спреда вряд ли стоит. Кроме того, ликвидность бондов ОТП также довольно низкая. Резюмируя, мы полагаем, что доходность уже по нижней границе выглядит интересно. Вместе с тем, учитывая историю предыдущих выпусков, где сохраняется низкая ликвидность, факт того, что бумаги торговались большую часть времени ниже номинала, мы рекомендуем участие в размещении с доходностью от середины обозначенного диапазона – на уровне 10,2-10,3%. Наш комментарий к последней отчетности банка:

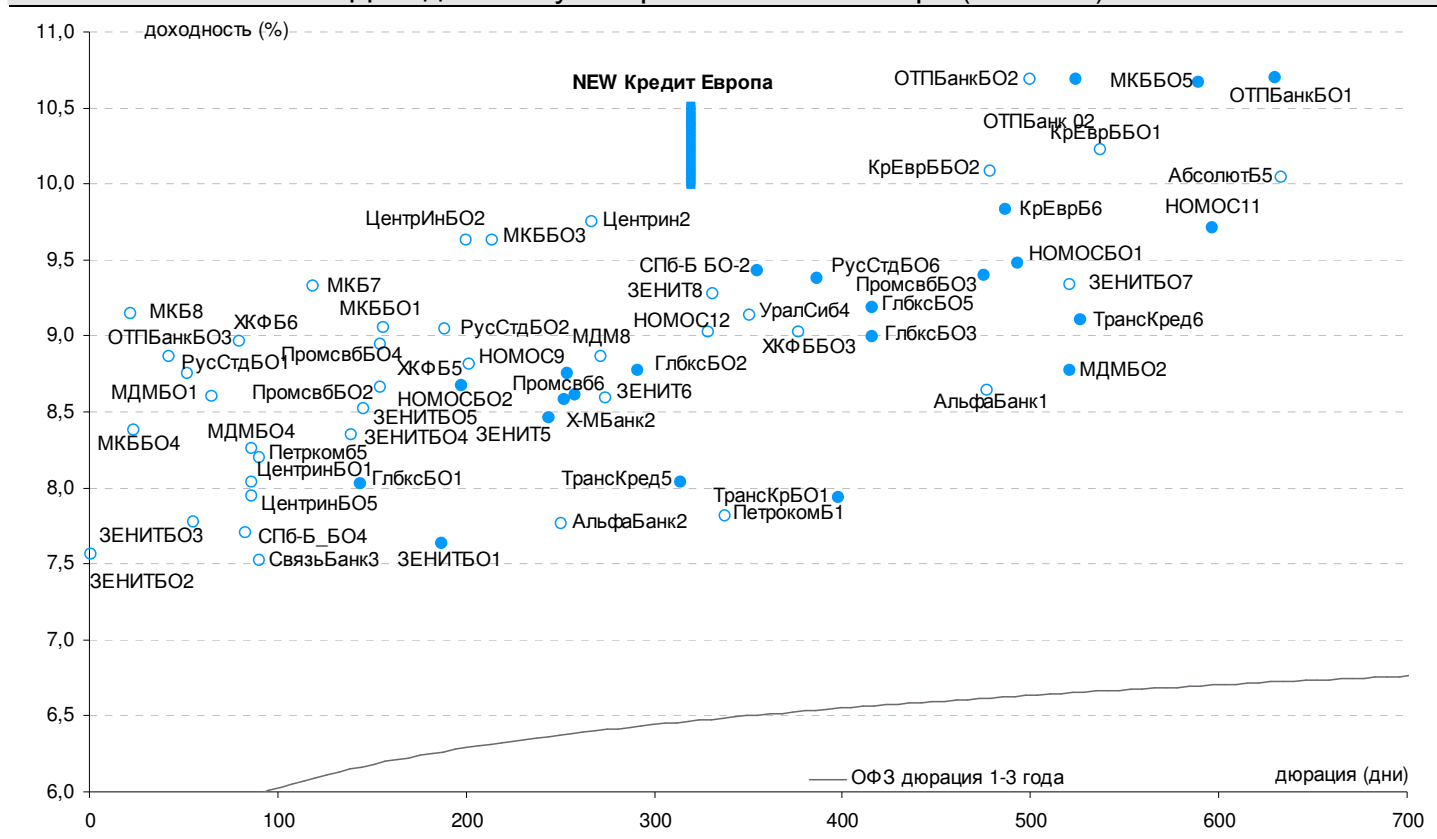
http://www.nomos.ru/upload/iblock/5b2/NOMOS_daily_debt_markets_29_08_2012.pdf

Финансовые показатели Кредит Европа Банк по МСФО

Балансовые показатели, млрд руб.	2010	2011	1H 2011	1H 2012	Изменение, %
ASSETS	84,9	97,9	83,6	102,4	5%
Cash and cash equivalents	1,2	2,1	1,5	2,2	7%
% assets	1,4%	2,1%	1,8%	2,2%	---
Loans	60,5	80,6	66,1	83,2	3%
Loans (gross)	62,8	83,4	68,4	86,1	3%
% assets	71,2%	82,3%	79,1%	81,3%	---
NPL (>90дн.)	3,2%	3,0%	2,8%	n/a	---
allowance for loan impairment	3,7%	3,3%	3,4%	3,4%	---
Impairment allowance / NPL (90+)	1,1	1,1	1,2	n/a	---
Loans / Customer accounts	1,9	2,4	3,3	2,5	---
Customer accounts	31,6	33,9	20,0	32,9	-3%
% assets	37,2%	34,7%	23,9%	32,2%	---
EQUITY	14,6	16,0	14,5	16,1	1%
% assets	17,1%	16,3%	17,4%	15,8%	---
Total Capital Adequacy Ratio	19,6%	18,2%	18,9%	n/a	---
Показатели прибыльности, млрд руб.	2010	2011	1H 2011	1H 2012	Изменение, %
Net interest income	5,8	7,6	3,3	4,3	31%
Fee and commission income (net)	1,3	1,5	0,7	0,8	19%
Provisions charge for loan impairment	-0,7	-1,2	-0,3	-1,1	249%
Operating income		9,4	4,1	5,4	31%
General Administrative expenses	-3,7	-4,8	-2,2	-2,7	19%
Profit for the year	2,6	2,8	1,2	1,3	3%
Качественные показатели деятельности	2010	2011	1H 2011	1H 2012	Изменение, %
RoAA	3,4%	3,0%	2,9%	2,6%	-0,4%
RoAE	19,2%	18,2%	17,1%	16,0%	-1,1%
Cost / Income	48,6%	50,5%	54,5%	49,4%	-5,1%
NIM	7,9%	8,9%	8,2%	9,4%	1,2%

Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Доходности бумаг финансового сектора (26.09.12)



Игорь Голубев

S&P лишило Липецкую область последнего рейтинга.

Новость умеренно-негативная, особенно для «свежего» бонда области серии 34007, который еще не успел попасть в Ломбард ЦБ. Финансовые власти региона заверили, что в ближайшее время область рассчитывает обзавестись новыми рейтинговыми оценками от агентства Fitch.

Событие. Агентство Standard&Poor's подтвердило долгосрочный кредитный рейтинг Липецкой области «BB» и рейтинг по национальной шкале «ruAA». Прогноз – «Стабильный». Впоследствии рейтинги были отозваны «по коммерческим причинам».

Комментарий. Отметим, что у Липецкой области после действий S&P не осталось ни одного кредитного рейтинга. Ранее, в начале 2011 г., Fitch также подтвердив рейтинг области на уровне «BB»/Стабильный, отозвало его.

Скорее всего, отсутствие рейтингов – это вопрос времени, и финансовые власти региона урегулируют ситуацию уже в ближайшее время. В свою очередь, в Управлении финансов Липецкой области нам пояснили, что рассчитывают в течение 1,5-2 месяцев на возобновление оценки кредитоспособности региона агентством Fitch, а заминка с отсутствием рейтинга связана с формальными требованиями по выбору на конкурсе рейтингового агентства. В результате, возникла ситуация, когда предыдущее агентство отозвало рейтинговые оценки, а новое не успело их присвоить.

Тем не менее, новость носит умеренно-негативный характер для бондов Липецкой области серий 34006 объемом 1,5 млрд руб. (YTM 7,96%/244 дн.) и 34007 объемом 2,5 млрд руб. (YTM 9,01%/840 дн.), причем в большей степени для последнего, поскольку он еще не успел попасть в Ломбард ЦБ, и, вероятно, процесс его включения затянется как минимум до момента получения регионом нового рейтинга. В то же время облигации области неликвидные, и вряд ли реакция на новость моментально проявится в их котировках.

Александр Полютков

Fitch присвоило Почте России рейтинг «BBB»/Стабильный.

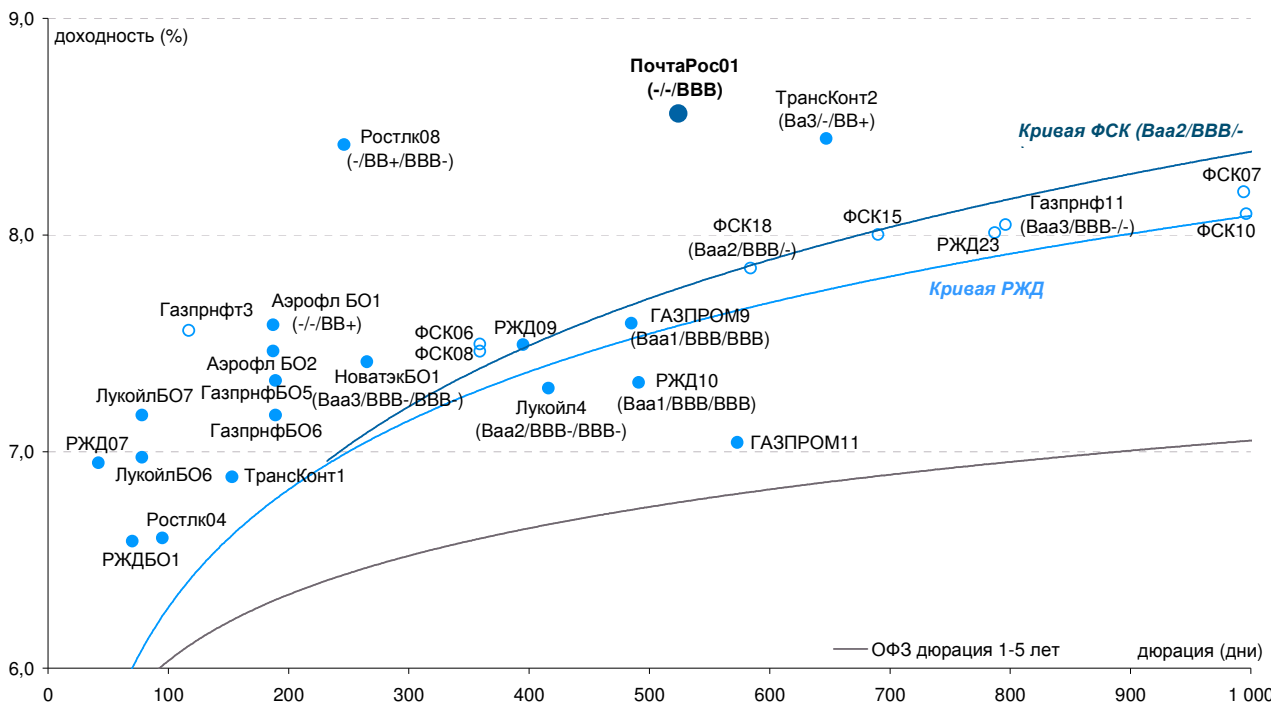
Новость позитивная для единственного выпуска Почты России серии 01, у которого теперь есть шанс попасть в Ломбардный список ЦБ. Несмотря на вчерашний рост котировок, потенциал роста еще сохраняется.

Событие. Вчера агентство Fitch присвоило ФГУП Почта России долгосрочные рейтинги в иностранной и национальной валюте «BBB», краткосрочный рейтинг в иностранной валюте «F3» и национальный долгосрочный рейтинг «AAA(rus)». Прогноз по рейтингам – «Стабильный». Рейтинговое действие распространяется и на облигации компании серии 01 объемом 7 млрд руб.

Комментарий. Безусловно, присвоение кредитного рейтинга инвестиционного уровня – позитивная новость для Почты России. Но вряд ли рейтинговая оценка Fitch была бы столь высокой, если не тесная, словами агентства, «юридическая, стратегическая и операционная связь компании с государством», выступающей «стратегически значимым оператором государственных услуг населению», поскольку самостоятельный кредитный профиль предприятия довольно умеренный. Впрочем, это неудивительно, поскольку ФГУП выполняет возложенную на него социальную функцию, не преследующую коммерческой выгоды.

В свою очередь, реакция рынка на новость не заставила себя ждать: цены на единственный выпуск облигаций ФГУПа серии 01 поднимались вчера выше номинала (до 100,15%), хотя до этого она была на уровне 99,35%, а объем торгов за 26 сентября 2012 г. составил более 605 млн руб. (биржа+РПС). В результате, доходность выпуска за день снизилась с 8,95% до 8,56% годовых при дюрации 524 дн., но это еще не предел и потенциал роста котировок сохраняется. По нашим оценкам, апсайд по бумагам еще может составить порядка 40-50 б.п. или около 8% годовых в терминах доходности, что смотрится вполне справедливо на фоне уровней доходности облигаций эмитентов рейтинговой группы «BBB-/BBB» (см. график ниже).

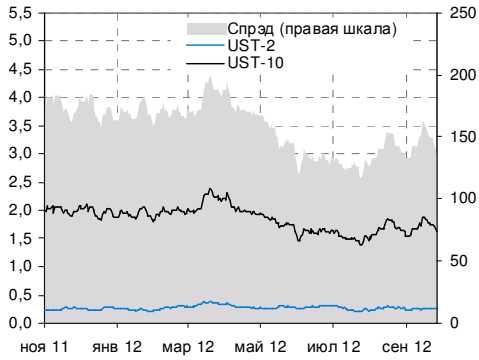
Доходности бумаг эмитентов рейтинговой группы «BB+/BBB» (26.09.2012 г.)



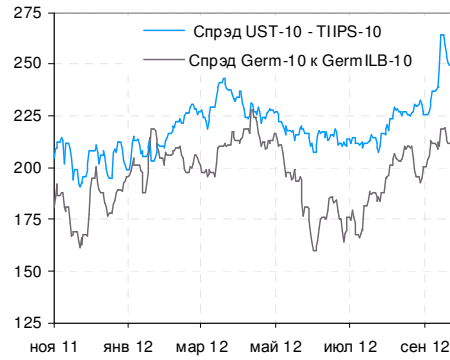
Александр Полютков

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

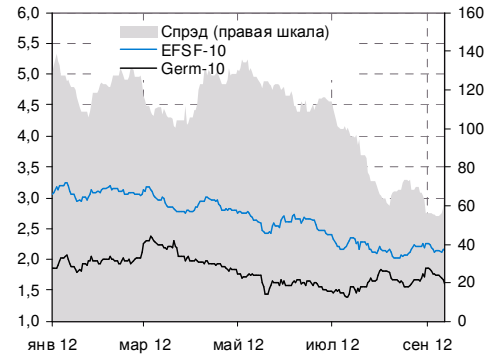
Казначейские обязательства США 2-летн. и 10-летн.



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



10-летние бумаги Германии и EFSF-10



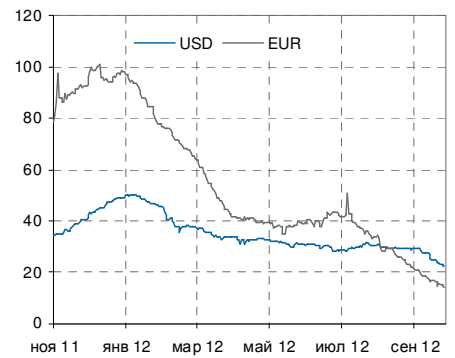
Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС



Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

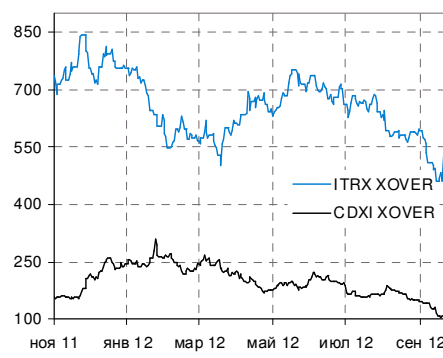


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

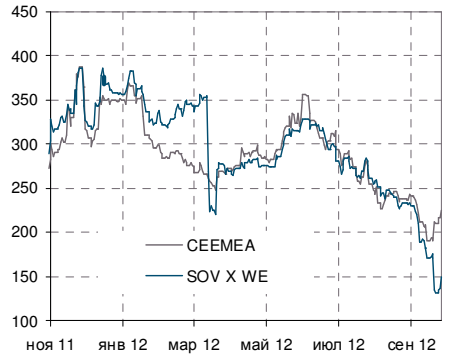
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX /Cross-Over

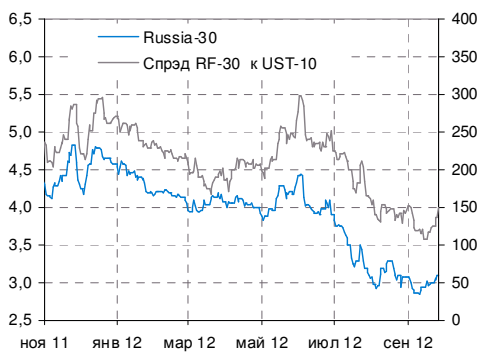


ITRX / Governments

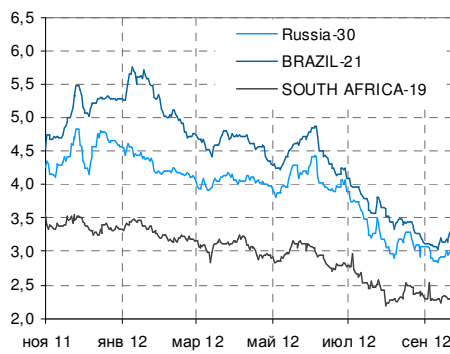


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

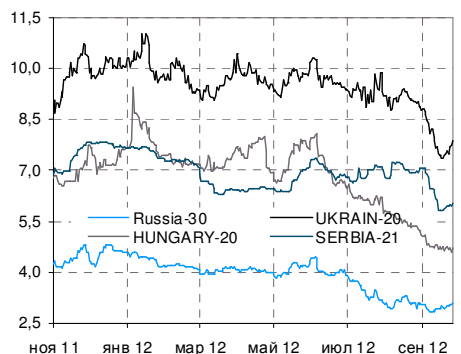
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

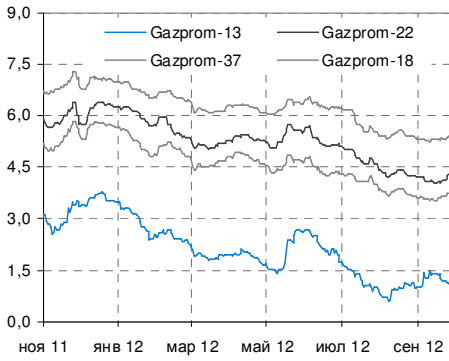


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

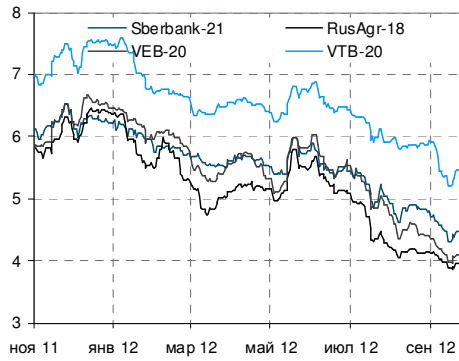


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

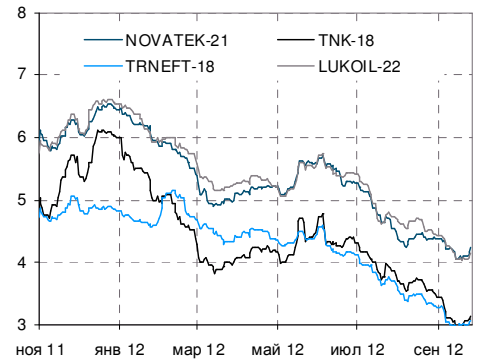
Еврооблигации Газпрома



Евробонды госбанков



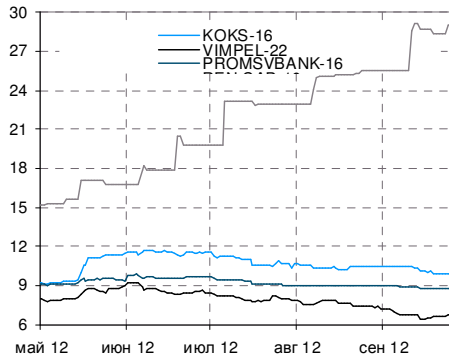
Еврооблигации нефтегазового сектора



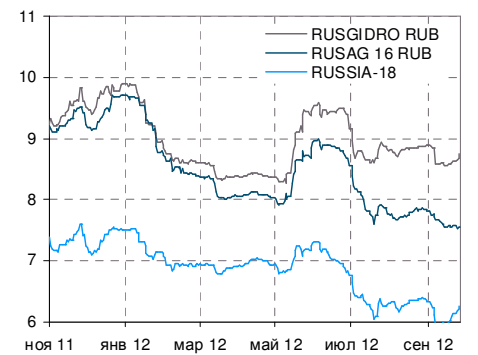
Еврооблигации металлургического сектора



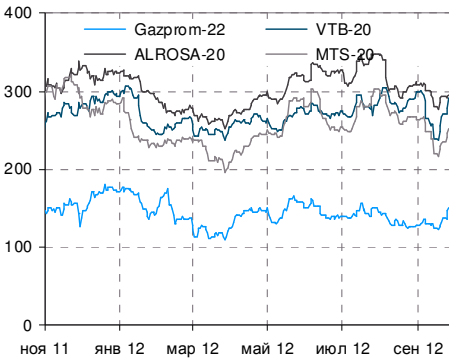
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



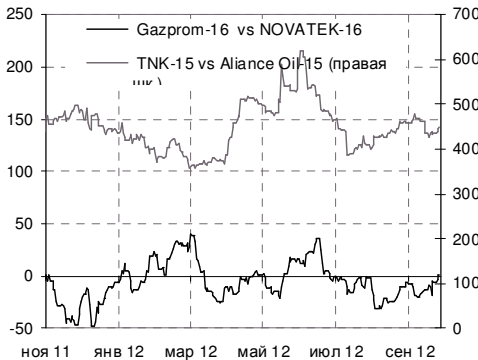
Еврооблигации, номинированные в рублях



Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

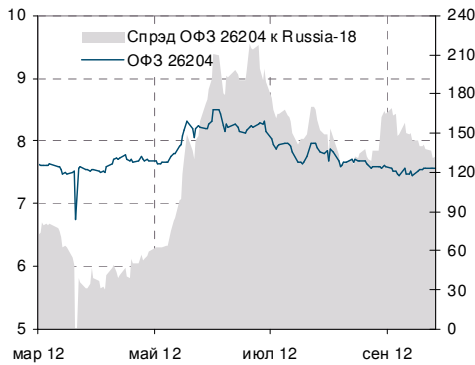


Спрэды в банковском секторе

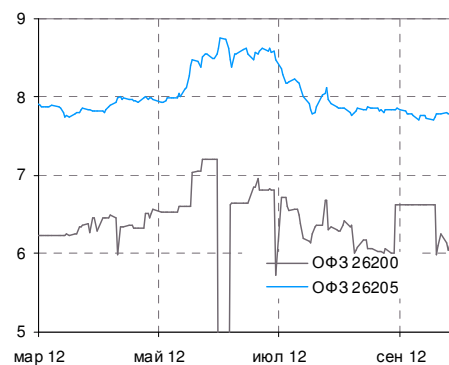


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

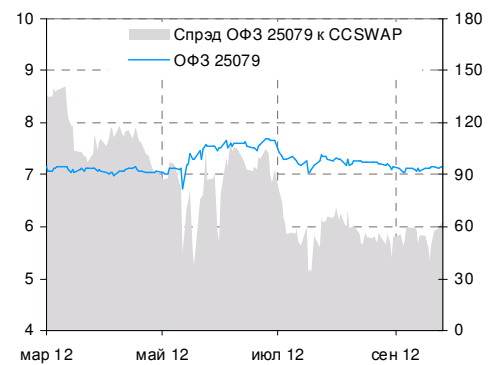
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

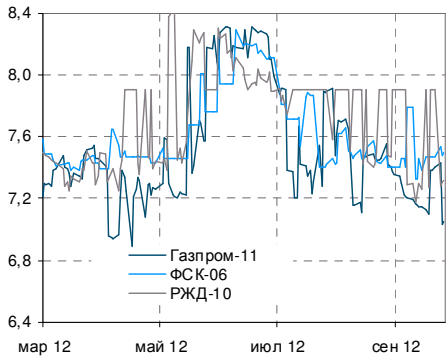


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

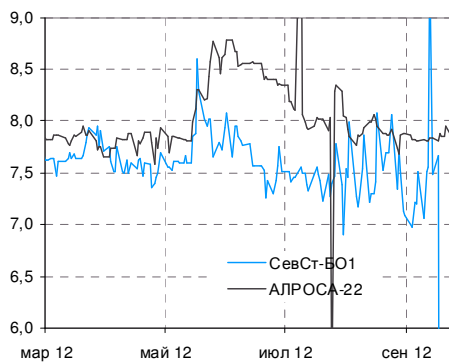


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

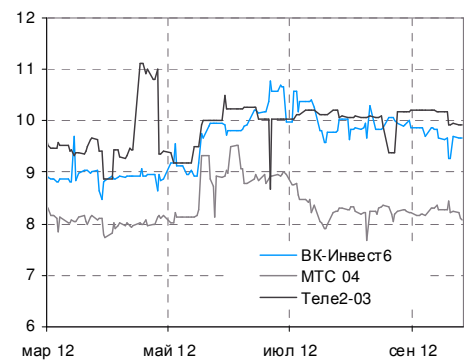
Доходности российских монополий



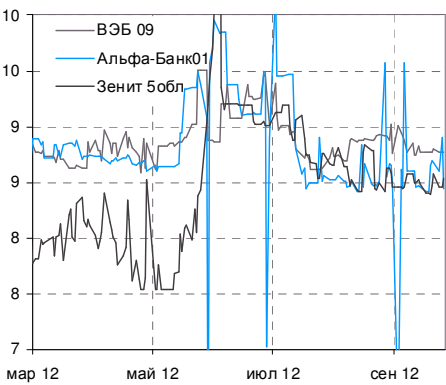
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



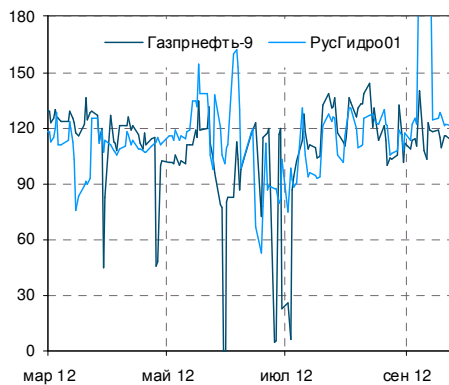
Доходности "Телекоммуникации"



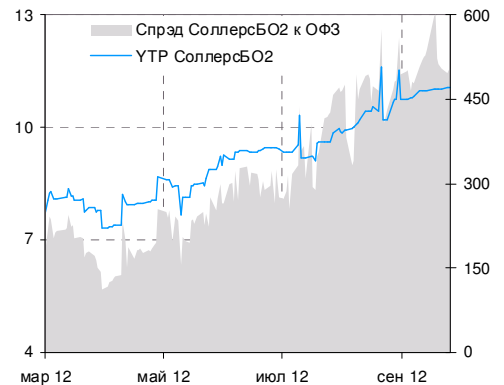
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

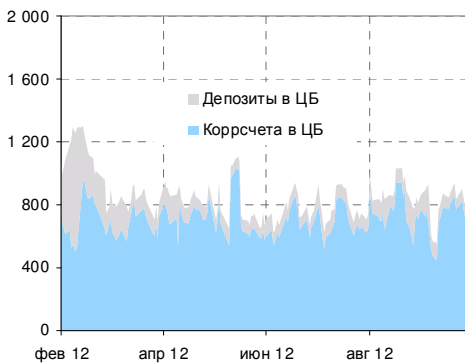


Облигации с текущей доходностью выше 10%

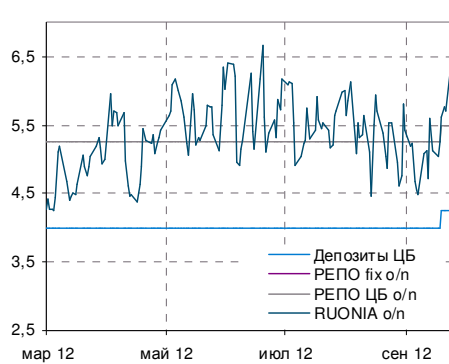


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

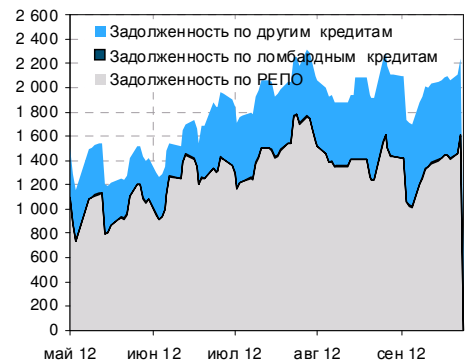
Динамика депозитов и остатков на корсчетах



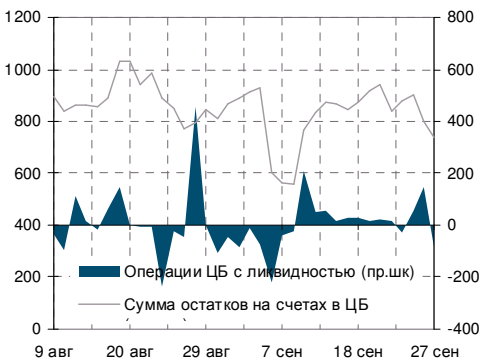
Динамика ставок денежного рынка



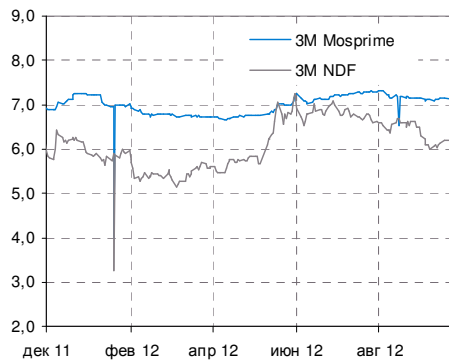
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



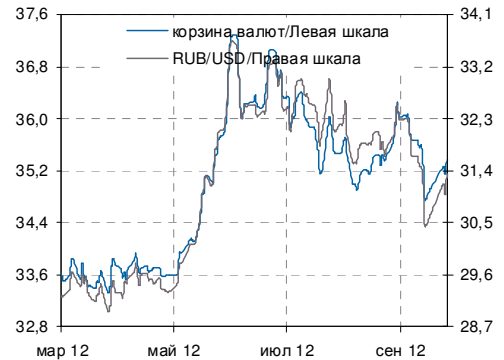
Влияние ЦБ на объем банковской ликвидности



ЗМ 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.