

Конъюнктура рынков

Внешние рынки

По сути, вчерашние торги во многом были ориентированы на сегодняшнее поступление участникам дополнительной ликвидности после аукциона ЕЦБ, и это выступило сильным драйвером для роста спроса на рискованные активы. Сообщение о том, что ЕЦБ временно приостанавливает прием греческих госбумаг в качестве обеспечения, не имело какого-то серьезного резонанса, хотя в очередной раз «напомнило», что греческая проблема еще не урегулирована.

Российские еврооблигации

Вчерашние торги проходили при более оптимистичном настроении, чем в понедельник. Доходность Russia-30 опустилась ниже отметки 4,1% годовых. Негосударственные обязательства также пользовались спросом.

Рублевые облигации

В рублевом сегменте во вторник сохранялась смешанная динамика торгов, при этом какого-то сильного давления, обусловленного ростом ставок на денежном рынке, не ощущалось. Сегодняшние торги также вряд ли принесут какие-то негативные настроения: подведение итогов месяца - сильный повод для того, чтобы препятствовать отрицательным переоценкам.

FX/Rates

Спрос на ликвидность банковской системы растет, при этом остатки на корсчетах и депозитах в ЦБ увеличиваются.

Наши ожидания

Центральное событие дня – аукцион ЕЦБ, с которым связано столько позитивных ожиданий. Из макроданных отметим публикацию февральского отчета «Бежевая книга».

В целом по динамике российских долговых бумаг ожидания позитивные, помимо внешней поддержки ожидаем благоприятного влияния фактора финальных торгов февраля. Национальная валюта сегодня, на наш взгляд, продолжит торговаться на вчерашних уровнях. Спрос на ликвидность на фоне возврата Минфину 126 млрд руб. должен возвратиться, и не исключено, что будет установлен рекорд месяца по объемам привлечения средств на аукционах прямого РЕПО.

Главные новости

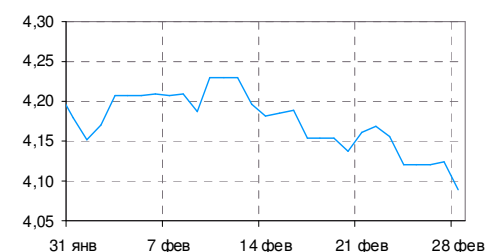
Северсталь объявляет о buy back 17% акций.

Сегодня утром Северсталь объявила об обратном выкупе 17% своих акций, целью которого будет приобретение пакета находящегося в собственности дочерней компании Северстали – Lybica Holdings по результатам сделки по выделению Nord Gold. Цена выкупа определена на 10% ниже рынка.

Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	4,09	-3
CDS России	194	-2
MOSPRIME o/n	5,21	56,00
NDF 3M	5,54	9,00
	значение	изм
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	681,7	78
Остатки на депозитах, млрд руб.	105,0	-37
Доллар / рубль (ЦБ), руб	29,00	-0,02
Корзина (ЦБ), руб	33,49	0,01

Динамика доходности Russia-30



Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3M	0,49	-0,2
ERIBOR 3M	0,99	-0,6
EUR/USD	1,35	
UST-10	1,94	2
Германия-10	1,80	-3
EFSF-10	3,11	0
Италия - 10	5,34	-7
Испания - 10	5,02	3
CDS 5Y Ирландия	572	-1
CDS 5Y Португалия	1105	-18
CDS 5Y Италия	387	-6
CDS 5Y Испания	368	-5
CDS 5Y Греция	21162	4337

Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	567,4	-14
iTRAXX CEEMEA 5Y	276,6	-3
iTRAXX SOVX WE 5Y	342,8	-4

Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 26205	7,94	4
ОФЗ 25077	7,29	-5
Газпром-11	7,22	-10
РЖД-10	7,50	1
ФСК-6	7,61	2
РусГидро-1	8,47	-1
МТС-04	8,29	-6
Вк-Инвест6	9,04	3
Северсталь-БО1	7,67	4
ВЭБ-09	8,88	-3
Альфа-Банк01	8,70	-13

Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	6,95	2
Gazprom-37	6,44	-2
Sberbank-21	5,71	0
AlfaBank-21	7,86	-3
Euras-18	7,24	-9
Vimpel-22	7,82	-4
TNK-BP-18	4,83	-9

Отсутствие заинтересованности миноритариев в предъявлении акций к выкупу делает новость нейтральной для держателей долговых бумаг компании.

НПК – итоги встречи с инвесторами.

Перед размещением облигационного выпуска компания вчера провела встречу с инвесторами, которая подтвердила прочный кредитный профиль эмитента. Основные моменты встречи в нашем комментарии.

Газпром нефть публикует полную версию финансовой отчетности за 4-й кв. 2011 г по US GAAP.

Накануне Газпром нефть опубликовала полную версию финансовой отчетности за 4 кв. 2011 г (предварительные ключевые финансовые результаты были представлены инвестиционному сообществу 9 февраля). Основной интерес для нас представляли причины роста чистого долга компании (примерно на 640 млн дол.) несмотря на положительную разницу между показателями EBITDA и CAPEX. Как мы и предполагали, основным драйвером снижения чистого денежного потока Газпром нефти ниже нуля стал рост оборотного капитала. В случае если данные тенденции найдут свое продолжение и по итогам работы компании в 1 квартале 2012 года, мы будем вынуждены подойти к нашему прогнозу будущей динамики оборотного капитала с более пессимистичных позиций.

Инвесторы Акрона получают возможность для досрочного погашения облигаций.

Принятие решения о реорганизации ОАО «Акрон» обеспечивает инвесторам возможность досрочного погашения по номиналу. Данная новость «вернула» ликвидность в рублевые облигации компании, однако за один день котировкам всех торгуемых бумаг не удалось «дотянуть» до номинала. Инвесторам может быть интересно данное предложение по выпускам, которые котируются ниже номинала. Кроме того, есть шанс освободить позиции для замещения их более доходными, которым, на наш взгляд, имеет смысл воспользоваться.

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

По сути, вчерашние торги во многом были ориентированы на сегодняшнее поступление участникам дополнительной ликвидности после аукциона ЕЦБ, и это выступило сильным драйвером для роста спроса на рисковые активы. Сообщение о том, что ЕЦБ временно приостанавливает прием греческих госбумаг в качестве обеспечения, не имело какого-то серьезного резонанса, хотя в очередной раз «напомнило», что греческая проблема еще не урегулирована.

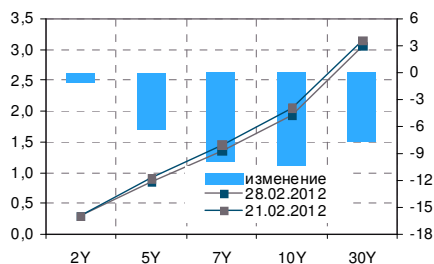
Европейские площадки вчера отражали довольно позитивное отношение к рисковому активам, вероятно, по причине того, что инвесторы уже пребывают в некоей эйфории скорого притока дополнительной ликвидности от сегодняшнего аукциона ЕЦБ. Вероятно, данный фактор оказывает настолько сильную поддержку, что фактически проигнорированными оказались сообщения о том, что ЕЦБ приостанавливает прием в качестве обеспечения греческих госбумаг по причине того, что их риски оценены рейтинговыми агентствами как «выборочный дефолт». Кроме того, о насущности греческой проблемы со своей стороны напоминает и рынок CDS, где сегодня будет озвучено решение специального комитета относительно того, признан дефолт по греческим бондам или нет. Хотя, по сути, инструмент не является биржевым, выплата по CDS, который уже превысил 21000 пунктов, может нанести серьезные потери его продавцам в том случае, если факт дефолта будет признан. В случае его не признания, потери обеспечены покупателям CDS, которые и без того уже пострадали от довольно негуманной реструктуризации. Но и данный факт не оказал какого-то ощутимого влияния на участников: их требования к премиям за европейские риски несколько не возросли, а напротив, как показал вчерашний аукцион по итальянским бондам, складываются даже ниже, чем еще месяц назад. На фоне успешного аукциона заметно (на 7 б.п. до 5,34% годовых) снизилась доходность 10-летних итальянских бумаг.

Из переоценок европейского долгового сегмента обозначим снижение доходности по немецким госбондам (по 10-летним на 3 б.п. до 1,8% годовых). Здесь, вероятно, сказался факт достаточно сильных макроданных по индексу потребительского доверия в Германии.

В казначейских обязательствах США наблюдался незначительный рост доходности – по 10-летним UST на 2 б.п. до 1,94% годовых. Судя по всему, ожидания притока ликвидности европейским банкам и здесь было определяющим фактором. Дополнительными поводами для оптимизма также были макроданные, в частности индекс потребительского доверия, который составил 70,8х против прогнозных 63,1х и январского значения в 60,5х.

Начало вчерашних торгов на международном валютном рынке проходило под знаменем восстановления позиций европейской валюты. Инвесторы продолжали активно скупать евро после снижения в понедельник. Вместе с тем, в рамках американской сессии можно было наблюдать очередную волну фиксаций длинных позиций, однако на этот раз небольшая коррекция не смогла перерасти в полноценное движение по нисходящей. Опубликованные блоки статистики как в рамках европейской, так и американской сессии не сильно отразились на ходе торгов. В то же время поддержкой для европейской валюты являются спекуляции относительно итогов второго раунда кредитного аукциона от ЕЦБ. В последнее время на рынке стали появляться слухи о том, что банки привлекут сумму существенно меньшую, чем в декабре. Однако следует иметь в виду, что основным отличием текущего аукциона является тот факт, что допуск к нему получили не только крупные банки, но и банки со средним размером капитала. Таким образом, ожидания, связанные с уменьшением объемов привлекаемых ресурсов, вполне логичны. Также напомним, что

Кривая доходности гособлигаций США



большинство средств, полученных в ходе первого раунда, осталось в ЕЦБ на депозитных счетах кредитных организаций.

Сегодня валютная пара EUR/USD сохранила динамику роста и в рамках азиатской сессии достигла уровня 1,3485х.

*Ольга Ефремова
Алексей Егоров*

Российские еврооблигации

Вчерашние торги проходили при более оптимистичном настрое, чем в понедельник. Доходность Russia-30 опустилась ниже отметки 4,1% годовых. Негосударственные обязательства также пользовались спросом.

Вчерашний день обеспечил суверенным Russia-30 доходность ниже 4,1% годовых. Напомним, что на этом уровне бумаги торговались в первой половине сентября прошлого года до начала коррекции. Уже утром котировки бенчмарка «переместились» выше отметки в 119% от номинала, и дневным максимумом было 119,125%. Отметим, что суверенный 5-летний CDS сократился до 188 б.п.

В негосударственном секторе также можно было наблюдать восстановление спроса после фиксации понедельника, при этом активность покупателей «продвинула» котировки на 50-75 б.п. выше предыдущего закрытия. В центре спроса были длинные выпуски ВымпелКома, длинные бонды ТНК-ВР, Лукойл-19, Лукойл-20, ВЭБ-17, а также длинные бумаги Газпрома.

Помимо этого в списках на покупку снова появились выпуски Северсталь-16 и Северсталь-17, а также бумаги ВЭБа и ВТБ.

Ольга Ефремова

Рублевые облигации

В рублевом сегменте во вторник сохранялась смешанная динамика торгов, при этом какого-то сильного давления, обусловленного ростом ставок на денежном рынке, не ощущалось. Сегодняшние торги также вряд ли принесут какие-то негативные настроения: подведение итогов месяца - сильный повод для того, чтобы препятствовать отрицательным переоценкам.

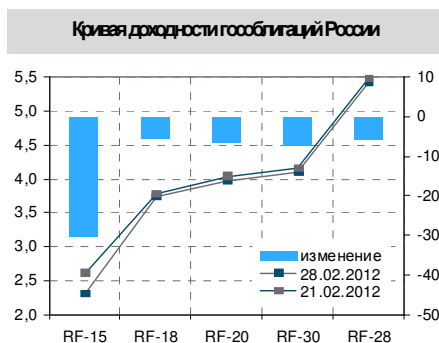
В ходе вчерашних торгов настроения участников не отражали каких-то серьезных опасений относительно возможного давления со стороны денежного рынка, где фактор налоговых выплат и необходимости возврата Минфину средств с депозитов стали причиной роста ставок.

В целом, ценовая динамика оставалась смешанной, отражая оформившиеся за последнее время предпочтения в пользу ряда качественных выпусков с дюрацией более 3 лет.

Так, в сегменте ОФЗ продолжались покупки в новой серии 26207 (как мы полагаем, находящийся в обращении минимальный объем – менее 10 млрд руб. оказывает дополнительную поддержку ценовому росту). В то же время серии 26205, 26206 и 26203 оказались объектом фиксации, «отобравшей» в котировках 5-20 б.п.

В негосударственных бумагах сделок было чуть больше, чем в понедельник. Вероятно, фактор подведения итогов месяца вновь напоминает о себе (сегодня он будет замечен еще в большей степени). При этом обороты довольно скромные по объемам, а ценовая динамика очень неоднородная. Из наиболее заметных движений выделим ценовой рост в бумагах МТС-2, обоих выпусках РусГидро, ФСК-19, Альфа-Банк1, ВЭБ-9, КБРенКап-БЗ, РСХБ-5, РСХБ-14, МосОбл-7, Удмуртия-5.

Также обращает на себя внимание возвращение ликвидности в выпуски Акрона, вероятно, как реакция на новость о появляющейся у инвесторов возможности предъявить в ближайшей перспективе выпуски к досрочному погашению по номиналу по причине того, что уставный капитал компании



уменьшается (см. в разделе «Главные новости»).

Ольга Ефремова

Forex/Rates

Спрос на ликвидность банковской системы растет, при этом остатки на корсчетах и депозитах в ЦБ увеличиваются.

Несмотря на то, что мировые валютные площадки вчера демонстрировали рост спроса на рискованные активы, курс рубля снижался против доллара и евро. Одной из основных причин для ослабления национальной валюты могла стать негативная динамика, сложившаяся на сырьевых площадках. Так, уже второй день подряд стоимость нефти марки Brent снижается и с начала недели потеряла 5 долл., вернувшись на уровень 120 долл. за барр. Вместе с тем, общий спрос на рублевую ликвидность остается весьма высоким, о чем свидетельствуют итоги проведенных вчера аукционов прямого РЕПО. Помимо того, что ЦБ расширил лимит до 220 млрд руб., кредитные организации привлекли 69,18 млрд руб. - максимальное значение в феврале. Сегодня предложение от регулятора в очередной раз превышает предыдущее и составляет 260 млрд руб. Вместе с тем, мы полагаем, что данная мера прежде всего направлена на предотвращение резкого роста ставок денежного рынка на фоне возврата средств Минфину и фонду ЖКХ и не является долгосрочной стратегией регулятора. Курс рубля сегодня удерживается на стабильном уровне, стоимость доллара составляет чуть больше 29 руб., а бивалютной корзины - выше 33,5 руб.

Уплата налога на прибыль не сильно отразилась на уровне ликвидности банковской системы. Так, сумма остатков на корсчетах и депозитах увеличилась на 40,6 млрд руб. до уровня 786,7 млрд руб. При этом ставки денежного рынка немного выросли. MosPrime o/n прибавила 54 б.п. и составила 5,21%. Основным источником пополнения уровня ликвидности стали средства, привлеченные на аукционах прямого РЕПО и суммарно составившие порядка 73 млрд руб.

Алексей Егоров

Наши ожидания

Центральное событие дня – аукцион ЕЦБ, с которым связано столько позитивных ожиданий. Из макроданных отметим публикацию февральского отчета «Бежевая книга».

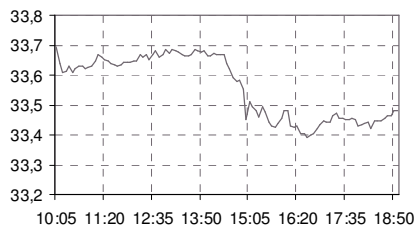
В целом по динамике российских долговых бумаг ожидания позитивные, помимо внешней поддержки ожидаем благоприятное влияние фактора финальных торгов февраля.

Национальная валюта сегодня, на наш взгляд, продолжит торговаться на вчерашних уровнях. Спрос на ликвидность на фоне возврата Минфину 126 млрд руб. и фонду ЖКХ 18 млрд руб. должен возвратиться, и не исключено, что будет установлен рекорд месяца по объемам привлечения средств на аукционах прямого РЕПО.

Ольга Ефремова

Алексей Егоров

Динамика бивалютной корзины



Календарь событий

Долговой рынок

2 марта Размещение: ЮниКредит Банк, БО-02
Размещение: ЗСД, 03, 04 и 05

Внешний долговой рынок

1 марта Размещение облигаций Франции со сроком погашения 2017, 2019, 2022, 2026

Денежный рынок

29 февраля Возврат Минфину с депозитов 126,6 млрд руб (27 янв под 6,49%)
Возврат Фонду ЖКХ 7,5 млрд руб с депозитов (2 фев под 6,3%)
Возврат Фонду ЖКХ 10,5 млрд руб с депозитов (16 фев под 4,83%)

Макроэкономические события

29 февраля Аукцион LTRO от ЕЦБ
Публикация отчета «Бежевая книга» в США

1 марта Индекс PMI Manf. Китая за февраль
Индекс PMI Manf. Франции за февраль
Индекс PMI Manf. Германии за февраль
Индекс PMI Manf. ЕС за февраль
Индекс PMI Manf. США (ISM Manf) за февраль

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Новости коротко

Макроновости

- Согласно предварительным оценкам Минфина, о которых сообщила замминистра финансов РФ Татьяна Нестеренко, **дефицит бюджета РФ в январе-феврале 2012 года** составит 124,5 млрд руб. или 1,5% ВВП. В январе расходы составляли 6% от годового плана, в феврале они увеличились до 7% от годового плана.

Предварительные оценки Минфина по выполнению бюджета РФ в 2012 году						
	Январь	% ВВП	Февраль	% ВВП	Янв+Февр	% ВВП
Доходы, млрд руб.	1 056	27,6	841	19,9	1 897	23,6
Нефтегазовые	530	-	521	-	1 051	-
Ненефтегазовые	526	-	320	-	846	-
Расходы, млрд руб.	1 074	28,1	974	22,4	2 021	25,1
Дефицит, млрд руб.	18	-	134	-	124,5	1,5

Источник: Интерфакс

- **Дефицит бюджета Испании** в 2011 году достиг 8,51% ВВП, существенно превысив ориентир в 6%, согласованный с Еврокомиссией. Правительство Испании и ранее планировало обратиться к руководству Евросоюза за разрешением установить целевой показатель бюджетного дефицита страны в 2012 году выше заявленного ранее ориентира в 4,4% ВВП, но теперь данная мера выглядит более реализуемой. Расходы испанского бюджета в прошлом году превысили доходы на 91,34 млрд евро. При этом дефицит оказался лишь немного ниже, чем показатель 2010 года - 98,17 млрд евро, несмотря на серию, как считалось, жестких мер бюджетной экономии, объявленных еще в мае 2010 года и включавших повышение налогов и 5% сокращение зарплат госслужащих. /Интерфакс/

Корпоративные новости

- Совет директоров **ОАО АНК «Башнефть»** утвердил концепцию внешнего оформления АЗС и график мероприятий по ребрендингу автозаправочных комплексов Башнефти. Ожидается, что в 2012–2015 годах инвестиции компании в программу ребрендинга АЗС составят около 3,7 млрд руб. /Finambonds/
- ФАС рассмотрела ходатайство о приобретении **ООО «ВТБ Пенсионный администратор»** 66,24% голосующих акций ОАО «Банк Москвы», что в совокупности с ранее приобретенными акциями составит 100% голосующих акций названного банка, и приняла решение об удовлетворении данного ходатайства. /Интерфакс/
- **ОТП Банк** в 2012 году планирует привлечь на финансовом рынке порядка 10 млрд руб. Напомним, в прошлом году банк дебютировал с тремя выпусками облигаций на общую сумму 11,5 млрд руб. В настоящее время (см. наш комментарий http://www.nomos.ru/upload/iblock/7f4/primary_24022012.pdf) идет размещение бумаг серии БО-02 на сумму 6 млрд руб. Заккрытие книги – 2 марта. Очередной облигационный заём является частью планов ОТП Банка по фондированию портфеля потребительских кредитов, на которые делает упор банк в своем развитии. /Интерфакс/

Отметим, что текущее размещение уже позволит банку выполнить основную часть плана по заимствованиям. В отношении еще 4 млрд руб. вопрос довольно любопытный. Напомним, что по займу серии БО-03 на сумму как раз 4 млрд руб. банку предстоит пройти оферту в ноябре текущего года. В зависимости от конъюнктуры и сроков предполагаемый выпуск можно будет рассматривать и как рефинансирование, и как пополнение фондирования. В любом случае, для инвесторов данная новость, на наш взгляд, позитивная, поскольку говорит о контроле над долговой нагрузкой и ограниченном новом предложении бумаг на долговом рынке.

Долговые рынки

- **НОМОС-БАНК** приобрел у инвесторов в рамках оферты 45,2% выпуска биржевых облигации серии БО-01 на сумму 2,26 млрд руб. Бонды имеют 6 полугодовых купонов. Ставка 1-2 купонов была установлена в ходе размещения в размере 7% годовых.

- Ставка 3-6 купонов - 9,1% годовых.
- Новосибирский оловянный комбинат (**НОК**) не исполнил обязательства по облигациям серии 03. Эмитент не смог выплатить купон за 5 купонный период на сумму 13,3 млн руб. Обязательство не было исполнено 28 февраля в связи с введением в отношении НОК процедуры банкротства – наблюдения.
 - В соответствии с условиями выпуска субординированных евробондов (LPN) **Альфа-Банка** с погашением в 2017 году ставка купона с 22 февраля была снижена с 8,635% до 6,3% годовых. Ставка по займу рассчитывается как сумма доходности 5Y UST = 0,84%, первоначальной маржи 3,96% и спреда 1,5% (150 б.п.). Объем эмиссии составляет 300 млн долл. Напомним, 19 января 2012 г. Альфа-Банк сообщил, что не планирует исполнять опцион на досрочный выкуп еврооблигаций 2017 года.
 - **Мосэнерго** 27 февраля исполнило обязательство по приобретению облигаций серии 02 по требованию их владельцев. В рамках оферты эмитент приобрел ценные бумаги (86,2% выпуска) на сумму 4,3 млрд руб., включая НКД.

Рейтинги и прогнозы

- Standard&Poor's изменило прогноз по рейтингам **Европейского фонда финансовой стабильности (EFSF)** на «Негативный» с «Развивающегося». Долгосрочный рейтинг EFSF подтвержден на уровне «AA+», краткосрочный – «A1+». «Негативный» прогноз по рейтингам фонда является отражением аналогичных прогнозов по рейтингам Франции и Австрии. В релизе агентства уточняется, что оно может ухудшить рейтинги EFSF в случае понижения долгосрочных суверенных рейтингов его гарантов (Германии, Франции, Нидерландов, Австрии, Финляндии и Люксембурга) с уровней «AAA» и «AA».

Главные новости

Северсталь объявляет о buy back 17% акций.

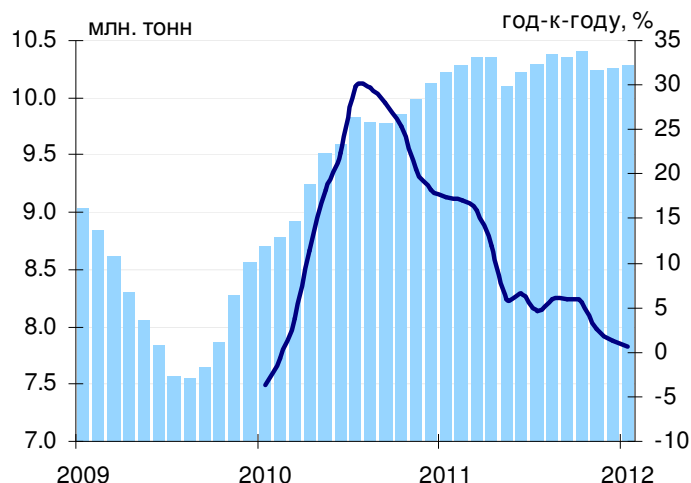
Сегодня утром Северсталь объявила об обратном выкупе 17% своих акций, целью которого будет приобретение пакета находящегося в собственности дочерней компании Северстали – Lybica Holdings по результатам сделки по выделению Nord Gold. Цена выкупа определена на 10% ниже рынка. Отсутствие заинтересованности миноритариев в предъявлении акций к выкупу делает новость нейтральной для держателей долговых бумаг компании.

Событие. Северсталь сегодня утром объявила о проведении обратного выкупа примерно 17% своих акций по средней цене за последние 120 дней (390 рублей за акцию). Целью buy back является приобретение и погашение бумаг, находящихся в собственности дочерней компании Северстали – Lybica Holdings, ставшей собственником 19.14% акций компании по результатам сделки по выделению Nord Gold. Процедура еще должна быть одобрена внеочередным собранием акционеров Северстали, которое состоится 10 апреля.

Комментарий. В нормальных условиях торгов buy back, по-видимому, станет лишь технической процедурой, участия в которой миноритарии вряд ли примут, а все потраченные на него деньги фактически останутся в компании. Однако на время проведения процедуры выкупа бумаги Северстали, тем не менее, могут получить определенную «поддержку снизу» на случай ухудшения рыночной конъюнктуры до середины июня. В случае серьезного падения на рынке, миноритарии Северстали, с учетом величины ее free float, могут получить возможность сдать по оферте более половины своих бумаг.

Таким образом, вероятность незапланированного оттока средств компании достаточно низкая на текущий момент, что в целом должно поддержать ее финансовые метрики. Поэтому с точки зрения держателей облигаций / еврооблигаций Северстали, новость носит, скорее, нейтральный характер.

Северсталь: производство проката в РФ*



* - накопленным итогом за последние 12 месяцев

Северсталь: EBITDA и рентабельность



Источники: данные компании, Metall-Kuryer, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Юрий Волов, CFA
Елена Федоткова

НПК – итоги встречи с инвесторами.

Перед размещением облигационного выпуска компания вчера провела встречу с инвесторами, которая подтвердила прочный кредитный профиль эмитента. Основные моменты встречи в нашем комментарии.

Событие. Вчера Компания провела встречу с инвесторами перед размещением облигационного выпуска.

Комментарий.**- Комфортные долговые метрики.**

Основной момент в отношении кредитного профиля касается низкой долговой нагрузки Группы Globaltrans (далее GT) (поручитель по займу), в состав которой входит и эмитент. Напомним, что по итогам полугодия соотношение долга составляло всего 0,6x. Отметим, что максимальная метрика, по словам менеджмента, не будет превышать 2x. Напомним, что в конце прошлого года GT отказалась от участия в аукционе по продаже пакета акций Первой Грузовой Компании, что могло бы привести к весоному росту долговой нагрузки. Последнее, по нашему мнению, говорит об умеренно-консервативной стратегии менеджмента.

- Развитие вагонного парка. Зависимость от металлургического сектора будет расти?

На сегодняшний день НПК оперирует преимущественно двумя видами вагонов – полувагоны и нефтеналивные цистерны, доля которых соответственно составляет 58% и 41%. На встрече представители GT рассказали, что в дальнейшем количество нефтеналивных цистерн будет постоянным, а полувагонов - будет расти. Соответственно этому можно предположить, что доля от перевозки нефти (28% 1П 2011 грузооборот) и нефтепродуктов будет снижаться, а доля перевозок, прежде всего, металлургической продукции (1П 2011 г. – 46%) и угля (17%) - расти. То есть GT, возможно, будет снижать диверсификацию своих поступлений в будущем. Отметим, что в планах компании увеличение парка локомотивов, который на сегодняшний день насчитывает 56 единиц, однако условия для работы частных локомотивов на сети РЖД пока созданы не в полной мере.

- Бонды привлекательны, но ближе к верхней границе.

Учитывая, что НПК несет риски, прежде всего, металлургического и добывающего секторов, эмитент, по нашему мнению, должен предоставлять премию к бумагам

данных компаний. Напомним, что новый трехлетний выпуск предоставляет доходность 10,62-11,14%. Ориентиром могут выступить бумаги Мечела, которые обладают аналогичным рейтингом («В1» от Moody's). Последнее размещение бумаг компании состоялось при доходности в 10,51% на 2 года. Учитывая это, мы считаем, что размещение НПК может быть интересно ближе к верхней границе.

Игорь Голубев

Газпром нефть публикует полную версию финансовой отчетности за 4-й кв. 2011 г по US GAAP.

Накануне Газпром нефть опубликовала полную версию финансовой отчетности за 4 кв. 2011 г (предварительные ключевые финансовые результаты были представлены инвестиционному сообществу 9 февраля). Основным интересом для нас представляли причины роста чистого долга компании (примерно на 640 млн дол.) несмотря на положительную разницу между показателями EBITDA и CAPEX. Как мы и предполагали, основным драйвером снижения чистого денежного потока Газпром нефти ниже нуля стал рост оборотного капитала. В случае если данные тенденции найдут свое продолжение и по итогам работы компании в 1 квартале 2012 года, мы будем вынуждены подойти к нашему прогнозу будущей динамики оборотного капитала с более пессимистичных позиций.

Событие. Накануне Газпром нефть представила полную версию финансовой отчетности по US GAAP за 4 кв. 2011 года. Напомним, что 9 февраля основные параметры финансово-хозяйственной деятельности компании (за исключением динамики FCF) уже были представлены инвестиционному сообществу.

Комментарий. По сравнению с обнародованными ранее предварительными финансовыми результатами, компания провела корректировку ряда статей как за 4 квартал, так и за предыдущие периоды. В результате квартальное снижение выручки Газпром нефти составило 4% (против предварительно оцениваемых 2%), однако внесенные корректировки практически не затронули показатель EBITDA за 4 кв. 2011 г.

При этом основную интригу для нас представляли причина роста чистого долга компании (более подробно см. наш flash note от 9 февраля 2012 г: «Краткие результаты Газпром нефти за 4 кв. 2011 г: почему вырос чистый долг?» http://www.nomos.ru/upload/iblock/140/Flashnote_Gazprom%20neft_4Q%202011.pdf): за 4 кв. 2011 г этот показатель увеличился с 5,14 млрд долл. до 5,77 млрд долл. Основным драйвером увеличения чистого долга (несмотря на почти 1 млрд долл. положительную разницу между показателями EBITDA и CAPEX) стал рост оборотного капитала. Так, дебиторская задолженность компании увеличилась примерно на 580 млн долл. до 3,56 млрд долл. (равномерно по всем статьям, в т.ч. и по возврату НДС), прочие оборотные активы подросли на 490 млн долл. (в основном из-за предоплаты таможенных платежей), запасы – на 230 млн долл. (в основном по статье «нефтепродукты»). В случае если данные тенденции найдут свое продолжение и по итогам работы Газпром нефти в 1 квартале 2012 г., мы будем вынуждены подойти к нашему прогнозу будущей динамики оборотного капитала с более пессимистичных позиций.

Из других интересных моментов отчетности выделим эффективный контроль над lifting costs, которые за квартал снизились с \$5,68/boe до \$5,05/boe. Впрочем, падение lifting costs было нивелировано увеличением SG&A издержек (с 3,9 долл. до 4,6 долл. за баррель), а значит, возможно, имело место перераспределение между статьями затрат.

В целом, мы не ожидаем существенной реакции рынка на факт публикации полной версии отчетности Газпром нефти: основное внимание инвесторов сейчас сосредоточено на оценке дальнейшей динамики цен на нефть.

Отметим, что бонды компании торгуются с премией около 100 б.п. к ОФЗ и по-прежнему представляют интерес преимущественно для консервативных инвесторов. Среди наиболее ликвидных выпусков выделяем бумаги серий 08 и 09 (YTM 8,58% / 1245 дн.), а также БО-05 (YTM 7,47% / 386 дн.). Напомним, облигации Газпром нефти (Ваа3/BBB-/-) входят в перечень прямого РЕПО с ЦБ

(кроме недавно размещенного выпуска серии 11) с дисконтом 10%.

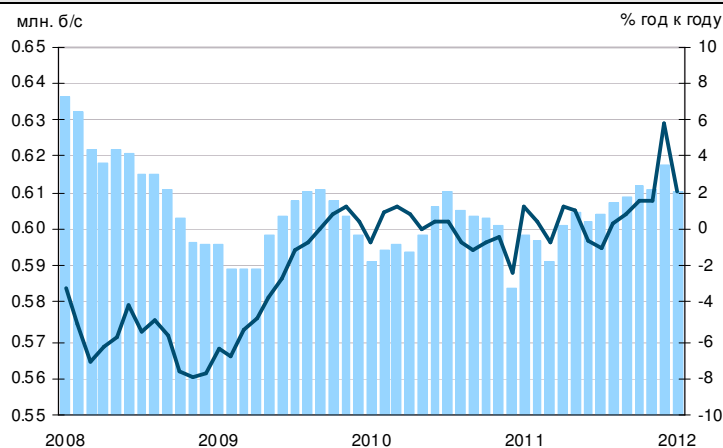
Финансовые результаты Газпром нефти за 4 кв. 2011 г по US GAAP

\$ млн	4 кв. 2010	3 кв. 2011	4 кв. 2011	кв-к-кв, %	г-к-г, %	2010	2011	г-к-г, %
Выручка	9 063	11 606	11 146	-4.0	23	32 912	44 172	34.2
ЕБИТДА*	2 079	2 768	2 426	-12.3	16.7	7 212	10 158	40.8
Маржа, %	22.9	23.8	21.8			22.0	22.9	
Чистая прибыль	637	1 273	1 475	15.9	131.5	3 134	5 352	70.8
Свободный денежный поток	133	1 319	- 768	n.a.	n.a.	2 091	1 972	-5.7
Чистый долг	5 490	5 136	5 775	12.4	5.2	5 490	5 775	5.2

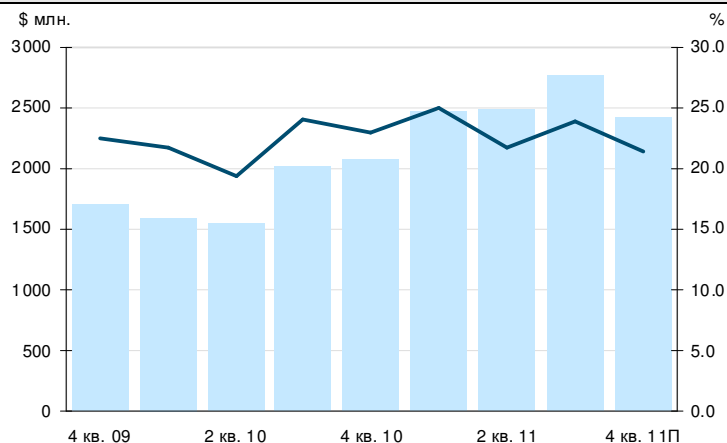
* по методике расчета компании

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Динамика добычи нефти Газпром нефти



Динамика показателя ЕБИТДА и рентабельности по ЕБИТДА Газпром нефти



Источники: Reuters, данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Денис Борисов
Елена Федоткова

Инвесторы Акрона получают возможность для досрочного погашения облигаций.

Принятие решения о реорганизации ОАО «Акрон» обеспечивает инвесторам возможность досрочного погашения по номиналу. Данная новость «вернула» ликвидность в рублевые облигации компании, однако за один день котировкам всех торгуемых бумаг не удалось «дотянуть» до номинала. Инвесторам может быть интересно данное предложение по выпускам, которые котируются ниже номинала. Кроме того, есть шанс освободить позиции для замещения их более доходными, которым, на наш взгляд, имеет смысл воспользоваться.

Событие. Собрание акционеров ОАО «Акрон» приняло решение о реорганизации ОАО «Акрон» в форме присоединения к нему его дочернего общества ЗАО «Гранит». На основании этого у владельцев облигаций ОАО «Акрон» серий 02, 03, 04 и 05 возникло право требовать у эмитента их досрочного погашения. Дата возникновения у владельцев облигаций такого права — 28 февраля 2012 года. При досрочном погашении облигации погашаются по номинальной стоимости. При этом дополнительно эмитент уплачивает владельцам облигаций накопленный купонный доход.

Комментарий. Как мы полагаем, данное предложение выглядит достаточно интересно для инвесторов, владеющих облигациями компании, особенно теми сериями, текущие рыночные котировки которых «отстают» от номинала. Так, по итогам вчерашних торгов ниже номинала котировались все выпуски, кроме Акрон-03.

Выпуски ОАО "Акрон" в обращении

Выпуск	Номинальный объем	Цена последней сделки	Ставка купона, %	Дата погашения	Дата оферты
Акрон 02	3,5	99,6	8,2	19.09.13	-
Акрон 03	3,5	101,5	13,85	20.11.13	25.05.12
Акрон 04	3,75	99	7,95	18.05.21	29.05.14
Акрон 05	3,75	99	7,95	18.05.21	29.05.14

Источник: ММВБ

Дополнительным мотивом для предоставления бумаг к досрочному погашению может стать действующая (довольно умеренная по текущим меркам) ставка купона. В этой связи наиболее явными претендентами на предъявление являются серии 04 и 05, по которым ставка купона на срок до оферты только в мае 2014 года составляет всего 7,95% годовых. При этом в настоящее время инвесторы могут приобрести на первичных аукционах бумаги эмитентов, обладающих аналогичными рейтинговыми оценками («В1»/«В+» от Moody's/Fitch), с более высокой купонной доходностью. Что касается возможностей Компании для выполнения возникшего у нее обязательства досрочного погашения, то, согласно последним отчетным данным, она обладает необходимыми финансовыми ресурсами. Кроме того, согласно комментариям самой компании, при необходимости (если значительная часть бумаг будет предъявлена к выкупу) она может воспользоваться имеющимися неиспользованными кредитными линиями.

Выборочные финансовые характеристики ОАО "Акрон"

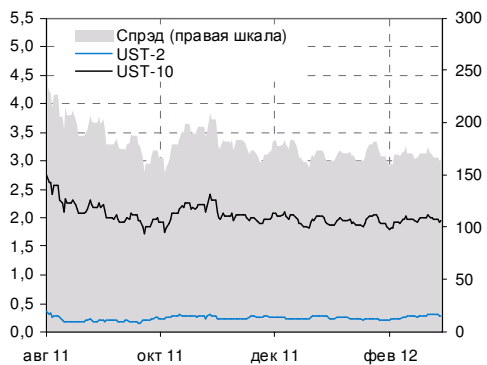
млн долл.	9 мес 2011	4 кв 2011 П	2011 П	2012 П
Выручка	1 610	560	2 170	2 215
ЕБИТДА	485	157	642	546
Чистая прибыль	300	22	322	253
Денежные средства	360	360	360	538

Источники: данные компании по МСФО, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

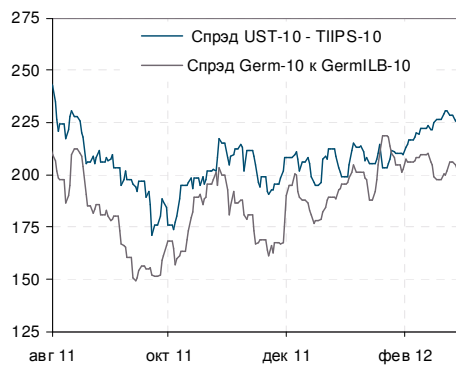
Ольга Ефремова
Юрий Волов, CFA

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

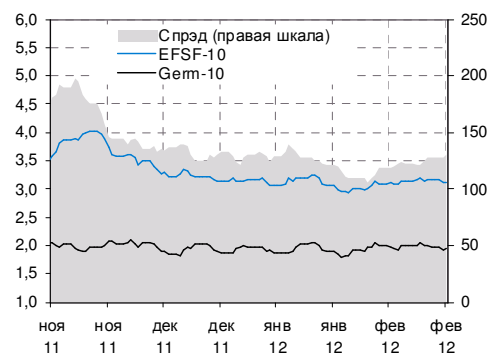
Казначейские обязательства США 2-летн. и 10-летн.



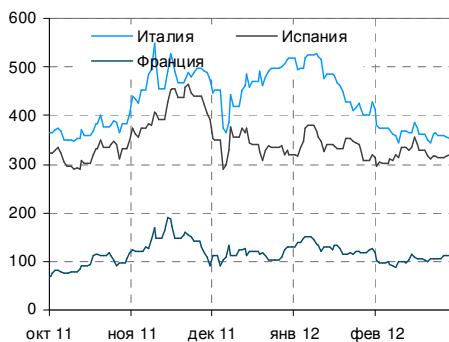
Спрэд UST-10 к TIPS-10 и Germ-10 к GermILB-10



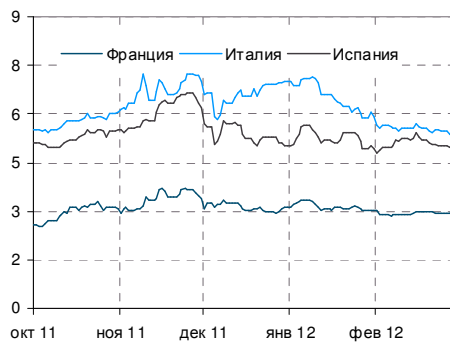
10-летние бумаги Германии и EFSF-10



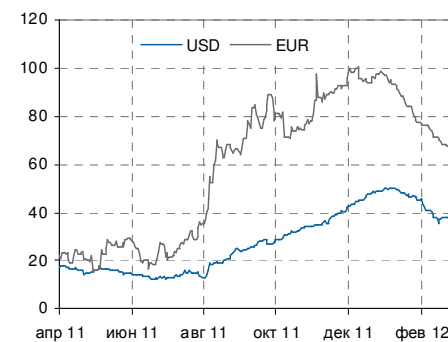
Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

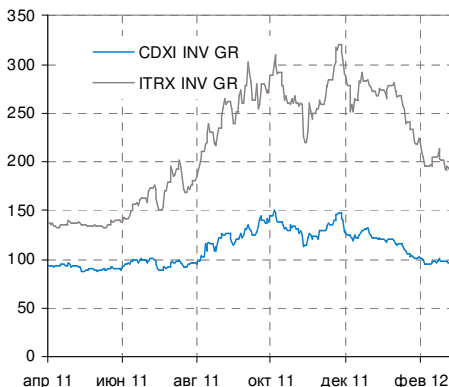


Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

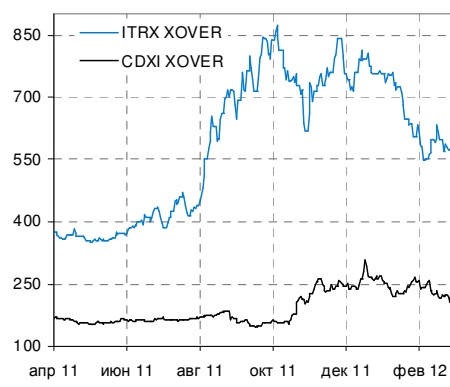


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

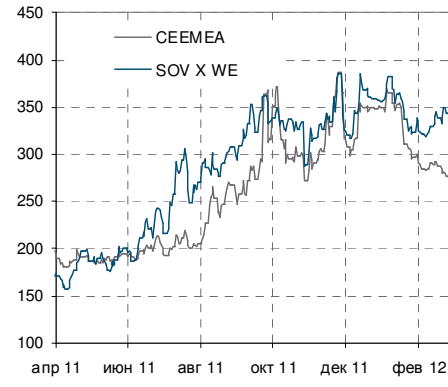
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX / Cross-Over

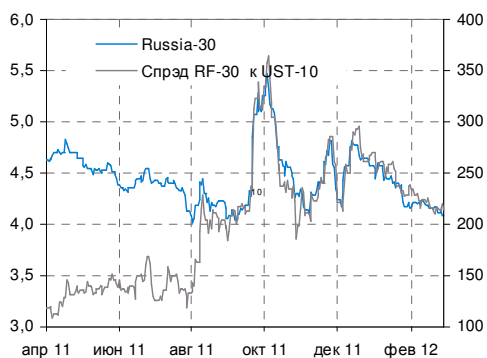


ITRX / Governments

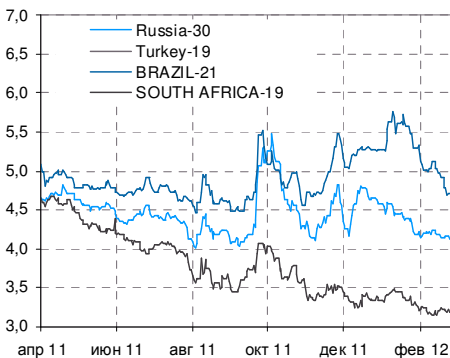


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

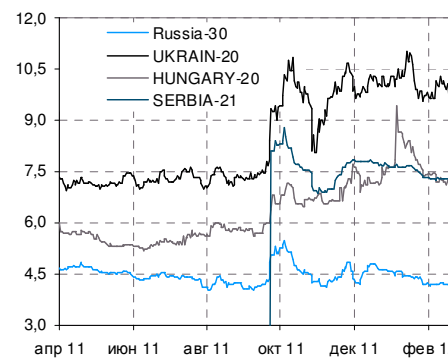
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

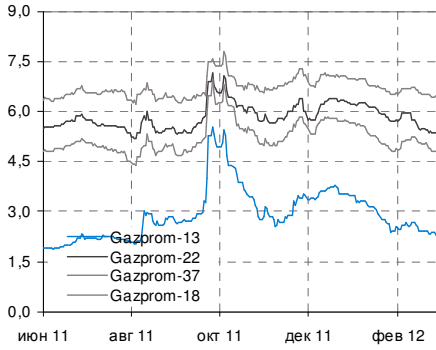


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

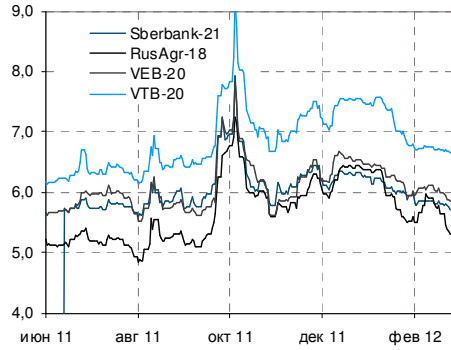


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

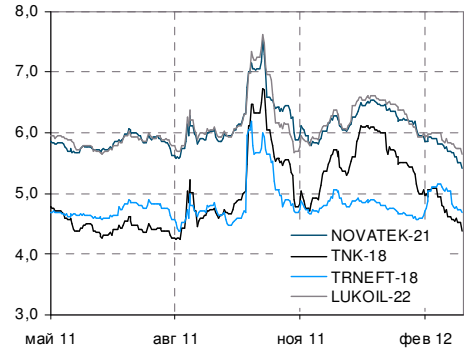
Еврооблигации Газпрома



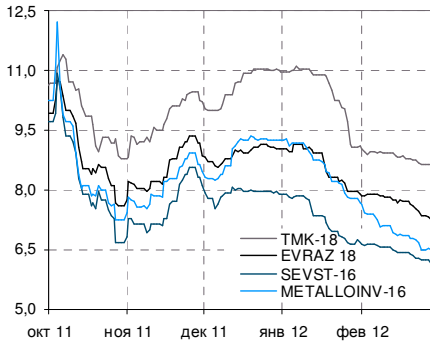
Евробонды госбанков



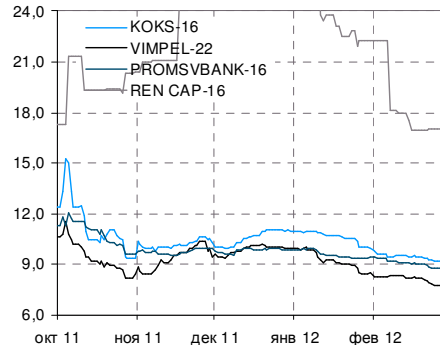
Еврооблигации нефтегазового сектора



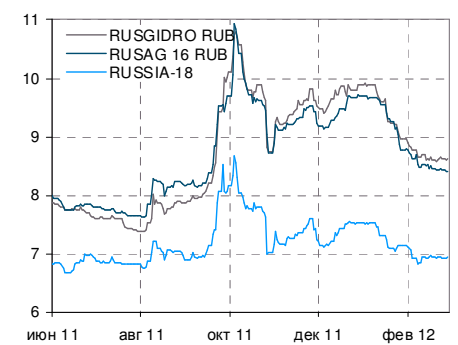
Еврооблигации металлургического сектора



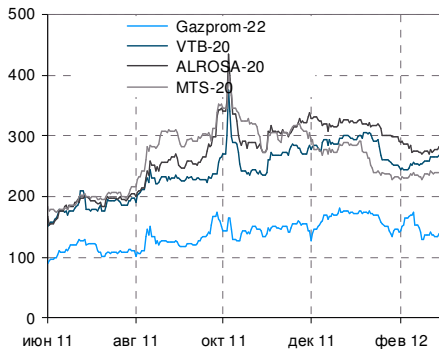
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



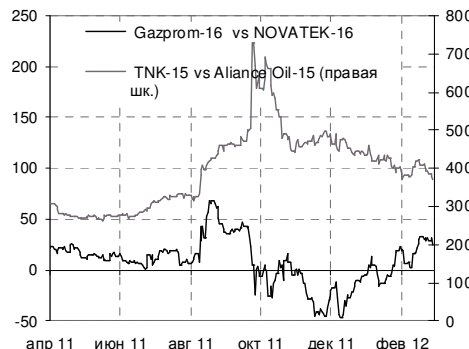
Еврооблигации, номинированные в рублях



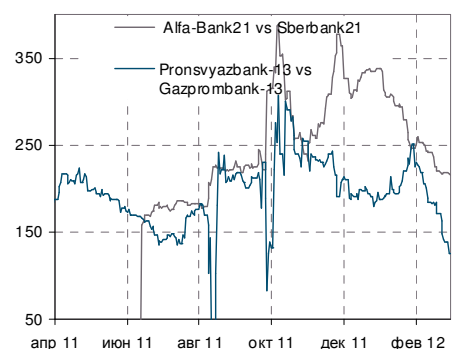
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

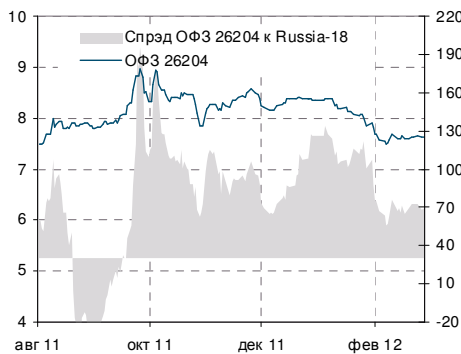


Спрэды в банковском секторе

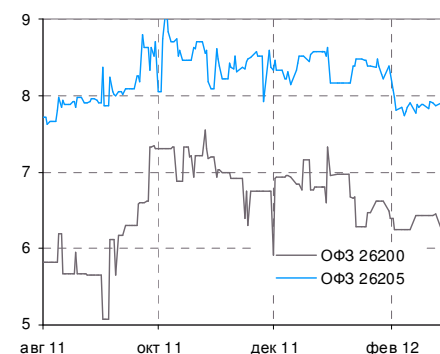


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

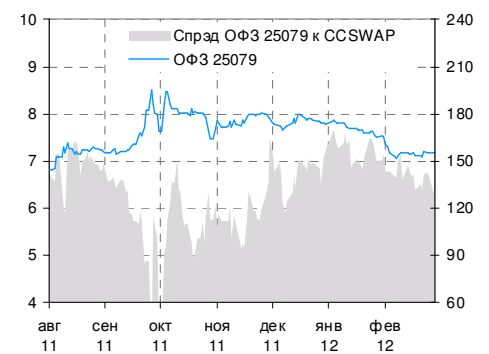
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

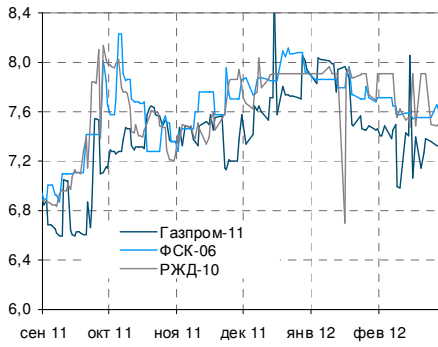


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

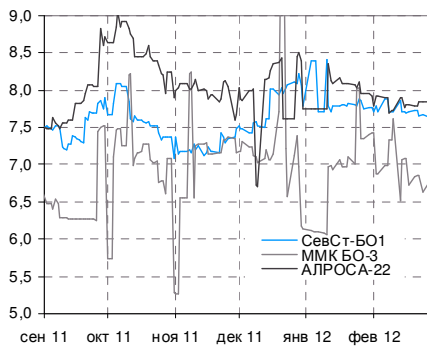


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

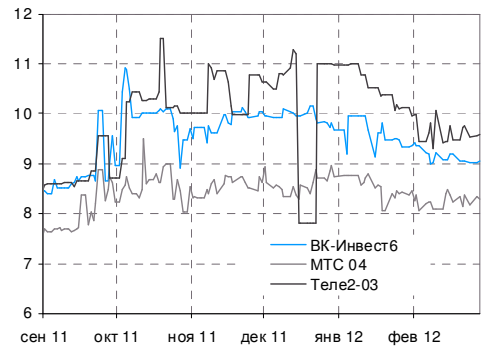
Доходности российских монополий



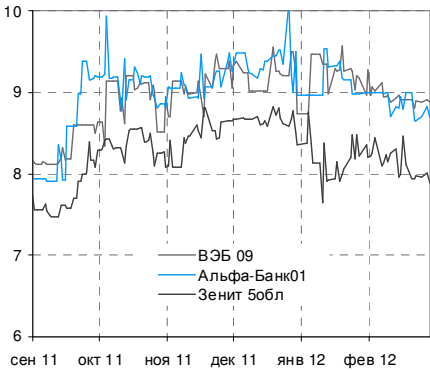
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



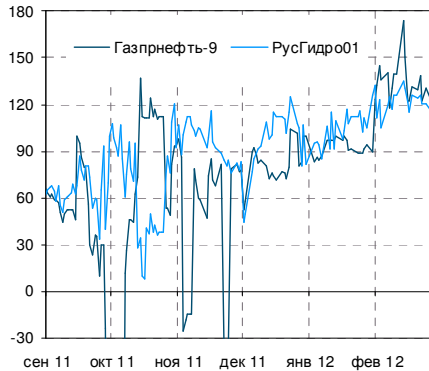
Доходности "Телекоммуникации"



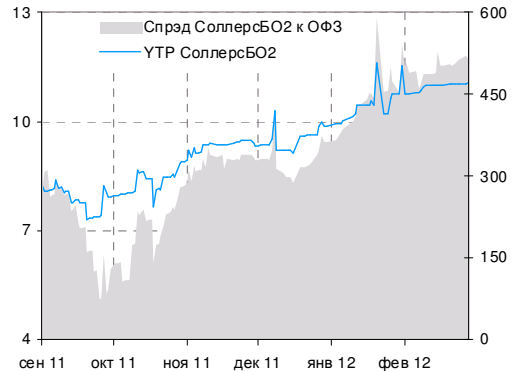
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

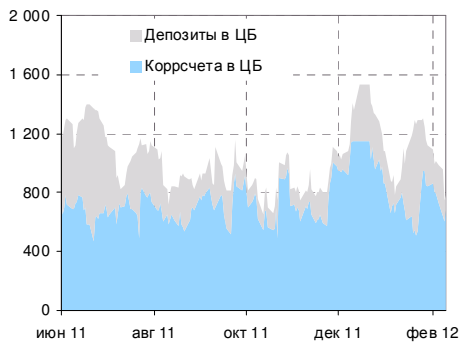


Облигации с текущей доходностью выше 10%

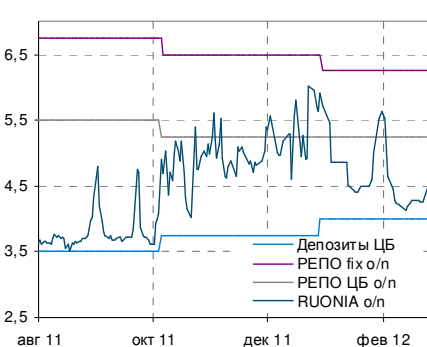


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

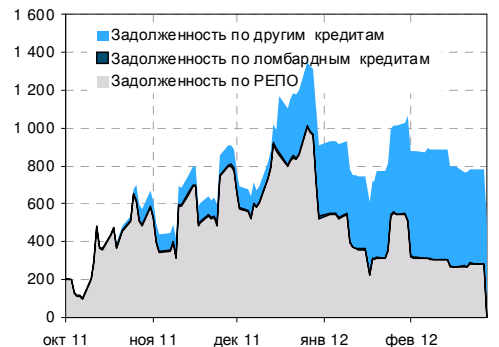
Динамика депозитов и остатков на корсчетах



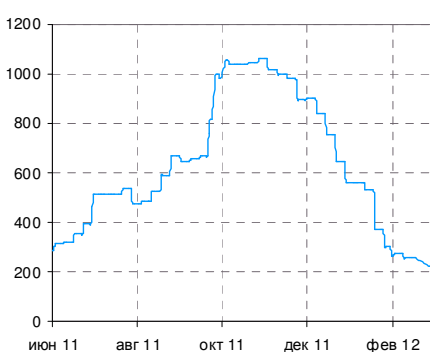
Динамика ставок денежного рынка



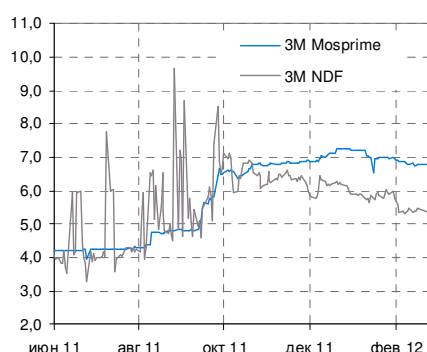
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



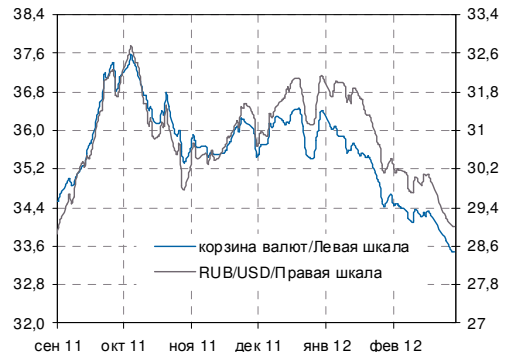
Динамика задолженности по депозитам Минфина



3M Mosprime и ставка NDF



Динамика валютного курса



Аналитический департамент

Тел. (495) 797-32-48

Факс. (495) 797-52-48

research@nomos.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Нефть и газ

Денис Борисов

Borisov_DV@nomos.ru

Металлургия

Юрий Воллов, CFA

Volov_YM@nomos.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин

Lyamin_MY@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin_IA@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

**Телекоммуникации/
Потребсектор**

Евгений Голосной

Golosnoy_EA@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Александр Полютков

Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова

Fedotkova_EV@nomos.ru

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