

Ежедневный обзор



НОМОС БАНК

Долговые и денежные рынки
30 ноября 2011 г.

Конъюнктура рынков

• Внешние рынки

Стараясь не предпринимать особо активных действий до того, пока не будут анонсированы результаты встречи министров финансов Европы, инвесторы все же не могли скрывать своего спекулятивного спроса, особенно когда появлялись дополнительные факторы для его поддержки. Отчет по индексу потребительского доверия в США стал неожиданным приятным сюрпризом. Решения по EFSF приняты – ждем реакции рынков.

• Российские еврооблигации

Игроки предпочли дождаться решений по Европе и не предпринимали активных действий. Вместе с тем, удержаться от фиксации на локальных максимумах было чрезвычайно сложно, особенно в первой половине торгов. Бонды ТНК-ВР оказались «жертвой» опасений нового предложения.

• Рублевые облигации

Локальный долговой рынок довольно остро ощущает на себе общую проблему дефицита ликвидности. Потенциала поддерживать высокую торговую активность во всех сегментах не хватает. ОФЗ в очередной раз «захватили» основное внимание игроков. Стремление укрепить позиции в госбумагах в преддверии возможного обострения дефицита ликвидности оказывает серьезную поддержку для положительных переоценок.

• FX/Rates

Острый дефицит рублевой ликвидности «вывел» ставки денежного рынка на новые уровни, а также позволил национальной валюте удержаться на занимаемых уровнях.

• Наши ожидания

Судя по всему, позитивный эффект решений Еврокомиссии может в значительной мере нивелировать новость о снижении рейтингов 6 ключевым американским банкам агентством S&P по причине пересмотра им методики оценок риска, а также вероятность новых более низких оценок и для других крупных банков. Вместе с тем, мы ожидаем, что влияние данного фактора не будет долгосрочным. На наш взгляд, инвесторы довольно оперативно заложат в рыночные ценовые уровни возникшие риски продолжения рейтинговых переоценок в банковском секторе и будут ориентироваться на иные новости.

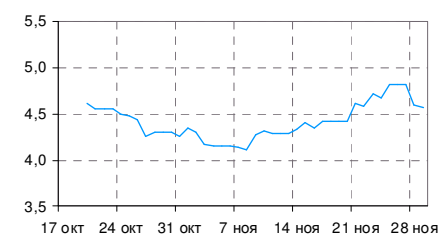
Для локального рынка пока нет поводов для оптимизма –

Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б п
Russia-30	4,56	-3
CDS России	272	1
MOSPRIME о/п	5,86	2
NDF 3М	6,17	-8

	значение	изм
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	734,8	47
Остатки на депозитах, млрд руб.	114,6	-2
Доллар / рубль (ЦБ), руб	31,25	-0,13
Корзина (ЦБ), руб	35,92	-0,14

Динамика доходности Russia-30



Глобальные рынки

	значение	бп
LIBOR 3М	0,53	0
ERIBOR 3М	1,48	0
EUR/USD	1,33	
UST-10	1,99	2
Германия-10	2,33	3
EFSF-10	4,01	-7
Италия - 10	7,21	0
Испания - 10	6,37	-17
CDS 5Y Ирландия	737	-11
CDS 5Y Португалия	1076	-8
CDS 5Y Италия	527	-10
CDS 5Y Испания	453	-12
CDS 5Y Греция	8513	1220

Индикаторы отношения к риску

	значение	бп
iTRAXX Crossover 5Y	795,5	-5
iTRAXX CEEMEA 5Y	365,2	1
iTRAXX SOVX WE 5Y	342,7	-8

Рублевые облигации

	доходность	б.п
ОФЗ 26205	8,38	-21
ОФЗ 26200	6,75	0
Газпром-11	7,58	21
РЖД-10	7,94	8
ФСК-6	7,86	16
РусГидро-1	9,04	0
МТС-04	8,75	30
Вк-Инвест6	10,05	10
Северсталь-BO1	7,47	11
ВЭБ-09	9,39	9
Альфа-Банк01	9,48	9

Российские еврооблигации

	доходность	б.п
Russia-18 RUB	7,43	1
Gazprom-37	7,10	2
Sberbank-21	6,42	4
AlfaBank-21	10,05	3
Evraz-18	9,19	0
Vimpel-22	9,98	17
TNK-BP-18	6,07	9

ситуация с ликвидностью не становится легче. Вместе с тем, отсутствие сегодня притока нового предложения по ОФЗ может содействовать укреплению спроса на них на вторичном рынке.

Сегодняшнее вливание в банковскую систему дополнительных ресурсов от Минфина в объеме 8 млрд руб., а также ожидаемое нами снижение ажиотажного спроса на аукционах РЕПО, скорее всего, позволят снизить напряжение денежного рынка, и ставки начнут понемногу снижаться.

Главные новости

- **Альфа-Банк 5 декабря начнет сбор заявок на облигации серии 02.**

Верхняя граница предложенного диапазона УТР 9,25-9,77% к оферте через 1,5 года смотрится интересной для участия в займе, поскольку предлагает порядка 100 б.п. к кривой госбанков и около 60 б.п. к обращающемуся выпуску эмитента.

X5: ожидаемо слабые результаты за 3 кв. и 9 мес. 2011 г.

Представленные финансовые результаты X5, как и ожидалось, оказались слабыми, особенно это касается динамики выручки и прибыльности бизнеса, – виной тому прохождение пика интеграции магазинов сети «Копейка». Долговая нагрузка ритейлера несколько снизилась главным образом от эффекта ослабления рубля к доллару.

Рыночная конъюнктура

Внешние рынки

Стараясь не предпринимать особо активных действий до того, пока не будут анонсированы результаты встречи министров финансов Европы, инвесторы все же не могли скрывать своего спекулятивного спроса, особенно когда появлялись дополнительные факторы для его поддержки. Отчет по индексу потребительского доверия в США стал неожиданным приятным сюрпризом. Решения по EFSF приняты – ждем реакции рынков.

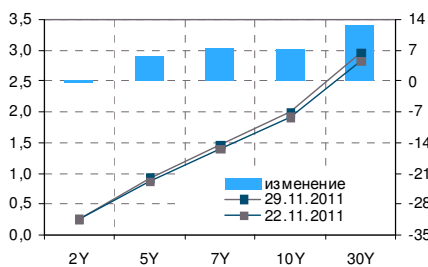
Вчерашний день на глобальных рынках складывался весьма неоднородно. Безусловно, основные ожидания фокусировались вокруг центрального события дня – заседания министров финансов ЕС по вопросу расширения полномочий EFSF и возможностей фонда по предоставлению финансовой помощи. На фоне этого значительная часть инвесторов предпочитала не торопиться в принятии решений. Не осталось незамеченным вчерашнее размещение новых обязательств Италии, характеризовавшееся новыми «рекордами» по сложившимся на аукционе доходностям. В частности, по бумагам с погашением в 2014 году доходность составила на аукционе 7,89%, тогда как на вторичном рынке она варьировалась в диапазоне от 7,3% до 7,6% годовых в течение дня. Также с премией ко вторичному рынку проходило размещение бумаг с погашением в 2020 и 2022 годах. Вместе с тем, такой результат не оказал какого-то значимого давления на спрос в отношении других обязательств.

В США вчера приятной неожиданностью стал отчет об индексе потребительского доверия за ноябрь, который составил 56,0х при ожидании 44,0х. Таким образом, удалось прервать 3-месячный «сезон» пребывания данного индикатора на уровне ниже 50,0х. Вместе с тем, агрессивного sale-off по UST на фоне этого не последовало. Доходность 10-летних бумаг не продвинулась выше 2%. Все-таки преобладает консервативность в отношении рискованных активов как по причине влияния «европейского фактора», так и ожиданий, ориентированных на внутренние американские индикаторы – сегодня будет опубликован очередной выпуск «Бежевой книги», отражающей текущее состояние экономики США, а в пятницу ожидается развернутый отчет по рынку труда.

Настроения участников международного валютного рынка выражали сдержанное отношение к риску, не отрицая готовности в любой момент поучаствовать в укреплении европейской валюты. Пара EUR/USD находилась в обозначенном в понедельник коридоре - 1,327-1,34х. При этом можно было наблюдать довольно сильную реакцию на проведенный аукцион по размещению Италией государственных облигаций. Импульс, заданный данным событием, оказал европейской валюте довольно весомую поддержку, позволившую паре EUR/USD достигнуть значения 1,344х. Вместе с тем преобладающая осторожность проявилась в попытках частично зафиксировать прибыль от столь резкого движения, эффектом стало массовое выставление заявок на продажу. К концу торгов волатильность валютного рынка немного снизилась, а соотношение между евро и долларом удерживалось на уровне 1,332х.

В силу того, что решения Еврокомиссии по расширению полномочий EFSF, укреплению его взаимодействия с МВФ, по предоставлению очередного транша финансовой помощи Греции появились уже после закрытия торгов вторника, рынки будут отыгрывать эти новости сегодня.

Кривая доходности гособлигаций США



Российские еврооблигации

Игроки предпочли дождаться решений по Европе и не предпринимали активных действий. Вместе с тем, удержаться от фиксации на локальных максимумах было чрезвычайно сложно, особенно в первой половине торгов. Бонды ТНК-ВР оказались «жертвой» опасений нового предложения.

Вчера инвесторам в российские еврооблигации не хватало уверенности поддерживать восстановление котировок в темпе, наблюдавшемся в понедельник. Все-таки неопределенность относительно вчерашних решений Еврокомиссии выступала серьезным сдерживающим спрос фактором. А чьи-то опасения, что конструктива вновь не будет, даже выражались попытками зафиксироваться, не дожидаясь дальнейшего ценового роста.

Котировки Russia-30 при открытии были на уровне 116,4375%, а затем снижались до 116,375% на фоне продаж. Общее укрепление спроса на риски на глобальных площадках во второй половине дня ретранслировалось и на российский сегмент – максимум дня зафиксирован у отметки 116,75%. К закрытию бенчмарк снова подешевел до 116,625% - удержаться от фиксации на локальных максимумах оказалось крайне сложно.

Для негосударственного сектора день сложился менее комфортно. Отметим, что торговая активность была весьма слабой, отражая преобладание фактора ожиданий. Вместе с тем, длинные выпуски ВымпелКома в очередной раз оказались объектом распродажи. Утренняя отрицательная переоценка в ВымпелКом-22 достигала 1,5%, потом в течение дня, правда, удалось «отыграть» 1%. Объектом распродажи оказались и бумаги ТНК-ВР, вероятно, новость о планируемой встрече с инвесторами была воспринята как анонс road show по новым бумагам, хотя пока еще нет никаких деталей. Отрицательная переоценка в длинных бумагах ТНК в диапазоне 50-75 б.п. «зацепила» и выпуски Лукойла. Из того, что вчера покупали, отметим бумаги Северстали и Альфа-Банка, но здесь «обошлось» без серьезного ценового роста.

Рублевые облигации

Локальный долговой рынок довольно остро ощущает на себе общую проблему дефицита ликвидности. Потенциала поддерживать высокую торговую активность во всех сегментах не хватает. ОФЗ в очередной раз «захватили» основное внимание игроков. Стремление укрепить позиции в госбумагах в преддверии возможного обострения дефицита ликвидности оказывает серьезную поддержку для положительных переоценок.

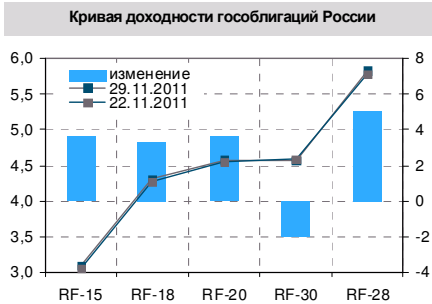
В сегменте рублевого долга вчера выразительным был спрос на ОФЗ, обеспечивший в среднем по сегменту ценовой рост в диапазоне 15-20 б.п. Вероятно, дополнительным стимулом для покупок стал «перерыв» в первичных аукционах – сегодня размещения ОФЗ, стандартного для среды, не ожидается.

В корпоративном секторе спрос был не столь выразителен, напротив, участники использовали любые имеющиеся возможности для фиксации. Не удалось избежать отрицательных переоценок в пределах 10-15 б.п. даже по новым выпускам ГазпромКап03 и РСХБ-15, которые еще в понедельник пользовались спросом.

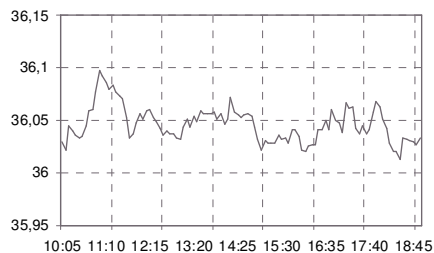
Ольга Ефремова

Forex/Rates

Острый дефицит рублевой ликвидности «вывел» ставки денежного рынка на новые уровни, а также позволил национальной валюте



Динамика бивалютной корзины

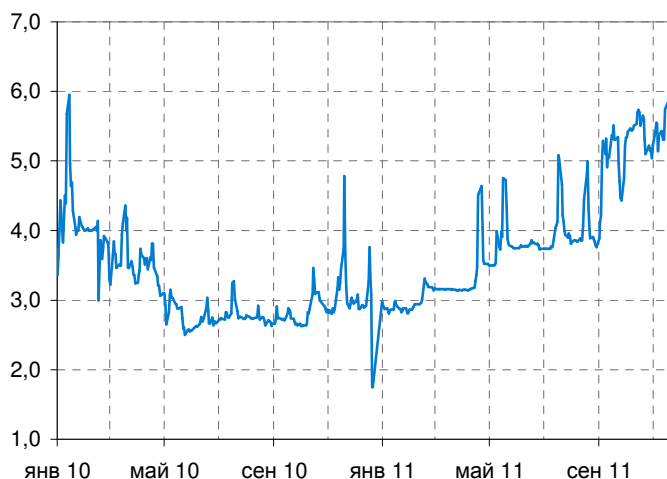


удержаться на занимаемых уровнях.

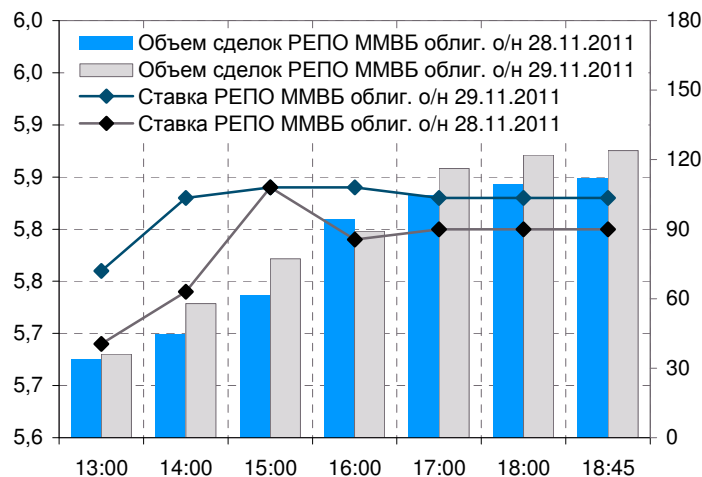
Локальный валютный рынок в рамках вчерашних торгов повторял динамику международных площадок - отсутствие четко обозначившегося тренда пары EUR/USD не позволяло российским участникам принять единую позицию «покупать» или «продавать» рубли. Однако резкая перемена настроений инвесторов на глобальных площадках в середине дня все же нашла отражение и на локальном рынке. Вместе с тем, острый недостаток рублевой ликвидности, сохраняющийся на рынке с начала недели, оказывал дополнительную поддержку рублю и немного «растянул» эффект от колебания пары EUR/USD.

Российский денежный рынок вчера обновил исторические значения по стоимости ресурсов на МБК с 26 января 2010 года. Так, ставка MosPrime o/n достигла уровня 5,86%. Кроме того, недостаток ликвидности отразился и на аукционе прямого РЕПО с ЦБ, где было привлечено сроком на один день 499,98 млрд руб., что очень символично при лимите 500 млрд руб., на 7 дней - 340,1 млрд руб. против 254,8 млрд руб. неделей ранее.

Динамика ставки MosPrime o/n



Динамика операций РЕПО Облиг. о/н на ММВБ



Однако основная интрига была связана с депозитным аукционом Минфина. Напомним, что последнее время кредитные организации неохотно привлекали «короткие» и дорогие относительно аукционов прямого РЕПО с ЦБ ресурсы. Однако резко возросший спрос на ликвидность в начале недели заставил участников рынка посмотреть на предложение Минфина по-новому. Итогом вчерашнего дня стали: практически полностью выбранные лимиты ЦБ, а также все средства Минфина. Вместе с тем, сумма остатков на корсчетах и депозитах в Банке России увеличилась на 45,2 млрд руб. до 849,2 млрд руб. По всей видимости, вчерашний ажиотажный спрос, скорее всего, имел панический характер, и сегодня ситуация на денежном рынке начнет немного стабилизироваться.

Алексей Егоров

Наши ожидания

Судя по всему, позитивный эффект решений Еврокомиссии может в значительной мере нивелировать новость о снижении рейтингов 6 ключевым американским банкам агентством S&P по причине пересмотра им методики оценок риска, а также вероятность новых более низких оценок и для других крупных банков. Вместе с тем, мы

ожидаем, что влияние данного фактора не будет долгосрочным. На наш взгляд, инвесторы довольно оперативно заложат в рыночные ценовые уровни возникшие риски продолжения рейтинговых переоценок в банковском секторе и будут ориентироваться на иные новости.

Для локального рынка пока нет поводов для оптимизма – ситуация с ликвидностью не становится легче. Вместе с тем, отсутствие сегодня притока нового предложения по ОФЗ может содействовать укреплению спроса на них на вторичном рынке.

Сегодняшнее вливание в банковскую систему дополнительных ресурсов от Минфина в объеме 8 млрд руб., а также ожидаемое нами снижение ажиотажного спроса на аукционах РЕПО, скорее всего, позволят снизить напряжение денежного рынка, и ставки начнут понемногу снижаться.

Ольга Ефремова
Алексей Егоров

Календарь событий

Долговой рынок

- 1 декабря Размещение: Удмуртская Республика, 34005
 Оферта: ТКС Банк, БО-02
 Оферта: Меткомбанк, 01
 Оферта: Банк Русский стандарт, 2016 (LPN)
 Размещение: Татфондбанк, БО-03
- 2 декабря Размещение: Республика Карелия, 34014
 Размещение: Uranium One Inc., 01
- 13 декабря Размещение: Свердловская область, 34001
- 15 декабря Размещение: Республика Коми, 32010

Внешний долговой рынок

- 1 декабря Размещение 3- и 6-месячных векселей США на 29 и 27 млрд долл. соответственно
 Размещение гособлигаций Франции, Испании

Денежный рынок

- 30 ноября Выплата купона ОФЗ 25071 на 3,23 млрд руб.
 Возврат Минфину 38,0 млрд руб. с депозитов банков (29 мар под 4,80%)
 Исполнение 2-й части аукциона РЕПО 22 ноя (254,8 млрд руб./5,26%)
- 01 декабря Депозитный аукцион ЦБР на 1 месяц

Макроэкономические события

- 30 ноября Публикация индекса CPI ЕС за ноябрь
 Публикация данных по безработице в ЕС за октябрь
 Публикация отчета «Бежевая книга» в США
- 1 декабря Публикация индексов PMI ЕС за ноябрь
- 2 декабря Отчет по рынку труда США за ноябрь

Корпоративные события

- 30 ноября Сбербанк опубликует отчетность за 3 кв. 2011 г. по МСФО.
- 1 декабря СИТРОНИКС представит финансовую отчетность за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по US GAAP.
 Черкизово опубликует отчетность за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по US GAAP.
- 8 декабря Северсталь опубликует финансовые результаты за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по МСФО.
- 14 декабря АФК Система опубликует финансовые результаты за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по US GAAP.

Новости коротко

Корпоративные новости

- **Сбербанк** ведет переговоры о приобретении швейцарской банковской «дочки» компании ЛУКОЙЛ — банка SLB. По информации газеты «Коммерсантъ», на базе SLB Сбербанк будет развивать инвестиционно-банковские услуги, private banking и торгово-экспортное финансирование для клиентов из России. Президент Сбербанка Герман Греф после объявления о заключении договоренностей по приобретению инвесткомпания «Тройка Диалог» говорил, что с точки зрения развития инвестиционно-банковского бизнеса Сбербанку интересно присутствие на швейцарском рынке, выхода на который на тот момент не было ни у «Тройки», ни у Сбербанка. Цена сделки, вероятно, будет незначительной, поскольку в данном случае приобретается не бизнес, а лицензия банка. /Коммерсантъ/
- **Сбербанк** сегодня предоставил инвесторам отчетность по МСФО за 9 месяцев 2011 года. В течение отчетного периода Группа продолжала наблюдать растущий спрос на кредиты, способствовавший увеличению кредитного портфеля (gross) на 18,1%. Положительный эффект также оказало увеличение доли розничных кредитов, которые росли быстрее корпоративных кредитов. Депозиты клиентов, в частности, вклады физических лиц, остаются основным источником фондирования Группы, демонстрируя рост за 9 месяцев 2011 года на 8,8%. Чистая прибыль составила 255,8 млрд руб. (или 11,82 рублей на обыкновенную акцию) и более чем в 2 раза превышает прибыль за 9 месяцев 2010 года. Чистая процентная маржа Группы увеличилась во 2 и в 3 квартале 2011 года на 0,3 п.п. и 0,2 п.п. соответственно вследствие роста процентных активов, изменения их структуры и снижения стоимости заемных средств с 3,6% до 3,3%. /www.sbrf.ru/

Более подробно мы рассмотрим показатели Сбербанка за 9 месяцев 2011 года по МСФО в нашем завтрашнем обзоре.

- **ТМК** предоставила инвесторам отчетность по МСФО за 3 квартал и 9 месяцев 2011 года. Компания продемонстрировала значительное ухудшение финансовых показателей по итогам 3 квартала 2011 года, однако менеджмент Компании ожидает улучшения ситуации в 4 квартале. Выручка ТМК сократилась на 14,6% кв-к-кв, при росте на 31% относительно сопоставимого периода прошлого года. EBITDA снизилась более чем на треть (на 39%) на фоне роста к данным за 9 месяцев 2010 года на 27%.

Более подробно мы рассмотрим характеристики кредитного профиля ТМК в нашем специальном обзоре.

Рейтинги и прогнозы

- Агентство Fitch подтвердило долгосрочные рейтинги дефолта эмитента (РДЭ) **МБРР** на уровне «В+» и изменило прогноз по рейтингам банка с «Позитивного» на «Стабильный». Одновременно агентство понизило рейтинг устойчивости МБРР с уровня «b» до «b-». РДЭ кредитной организации отражает поддержку, которую банк может ожидать в случае необходимости от своего мажоритарного акционера - АФК Система. Пересмотр прогноза следует за пересмотром прогноза по рейтингам АФК «Система» с «Позитивного» на «Стабильный». Возможные изменения РДЭ в будущем по-прежнему будут зависеть от долгосрочного РДЭ АФК «Система» и мнения Fitch о готовности материнской структуры оказывать поддержку банкам группы.
- Moody's предупреждает о возможном понижении на одну-две ступени рейтингов по долговым обязательствам 87 банков в 15 европейских странах. Это решение связано с потенциальным прекращением получения поддержки от правительств этих стран. Большинство кандидатов на пересмотр — это банки Испании, Италии, Австрии и Франции. Могут быть изменены рейтинги BNP Paribas, **Societe Generale**, **UniCredit SpA**, Banco Santander, Credit Suisse AG и UBS AG. В Moody's считают, что поддержка субординированного долга в Европе является недостаточным основанием для поддержки рейтингов, поскольку она становится

«все более непредсказуемой» в связи с политическими изменениями и финансовыми ограничениями.

Главные новости

Альфа-Банк 5 декабря начнет сбор заявок на облигации серии 02.

Верхняя граница предложенного диапазона УТР 9,25-9,77% к оферте через 1,5 года смотрится интересной для участия в займе, поскольку предлагает порядка 100 б.п. к кривой госбанков и около 60 б.п. к обращающемуся выпуску эмитента.

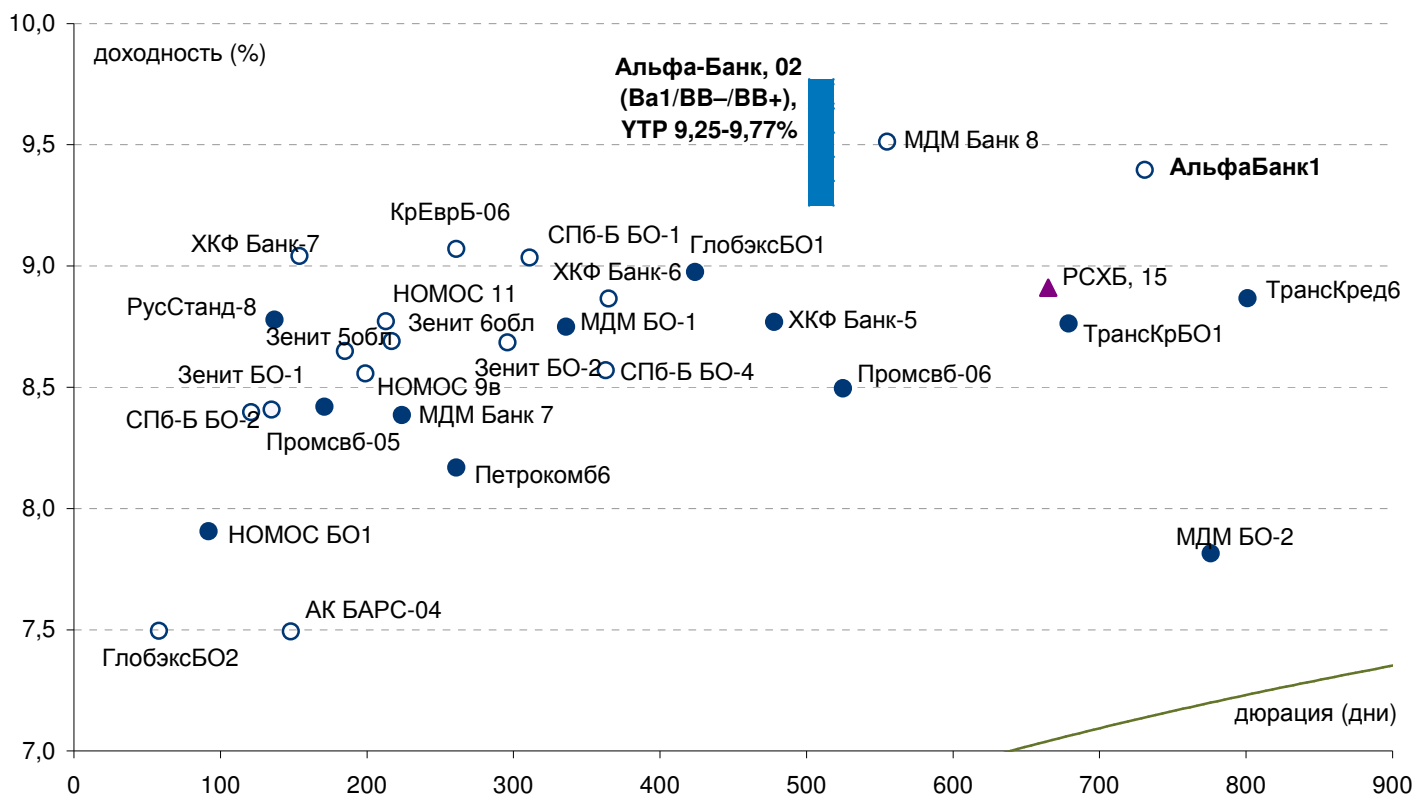
Событие. Альфа-Банк 5 декабря откроет книгу заявок инвесторов на приобретение облигаций серии 02 объемом 5 млрд руб. Ориентир ставки 1 купона составляет 9,05-9,55%, что соответствует доходности к 1,5-летней оферте в размере 9,25-9,77% годовых. Заккрытие книги – 7 декабря. Размещение бумаг предварительно запланировано на 9 декабря.

Комментарий. С одной стороны, как показала прошлая неделя, конъюнктура на рынке для размещений ухудшается (см. наш «Мониторинг первичного рынка» от 28 ноября http://nomos.ru/upload/iblock/361/primary_28112011.pdf) – отложили размещение Абсолют-Банк (Ba3/-/BB+) и Русфинансбанк (Baa3/-/-). С другой – то, что не удалось дочкам банков-нерезидентов, в отношении которых возрастает настороженность со стороны инвесторов на фоне нестабильности в Европе, вполне может быть «по плечу» крупнейшему российскому частному банку. В пользу Альфа-Банка (Ba1/BB-/BB+) также говорит тот факт, что на рублевом рынке эмитент представлен только одним выпуском – это может повысить спрос на новый заем. Хотя учитывая наличие 6 валютных выпусков еврооблигаций (не включая секьюритизацию) на сумму 3,8 млрд долл. (12% активов на середину 2011 года), действие данного фактора ограничено. И не исключено, что именно существенный валютный долг подталкивает банк «переложиться» в рубли, тем более что по ряду обязательств погашение наступает в 2011-2012 годах (500 млн долл. – LPN и почти 1 млрд долл. - секьюритизация).

Предлагаемый диапазон УТР 9,25-9,77% смотрится достаточно «рыночно» по верхней границе на фоне последних предложений. Напомним, Россельхозбанк (Baa1/-/BBB) разместил в начале ноября облигации серии 15 под УТР 8,94% с 2-летней офертой, сейчас они торгуются на уровне 8,91%. Русфинансбанк (Baa3/-/-) предлагал по неразмещенному выпуску БО-02 УТР 9,52-9,79% к 1,5-летней оферте при рейтинге на ступень выше. Единственный рублевый выпуск Альфа-Банка (Ba1/BB-/BB+) торгуется около 9,3% годовых к оферте в феврале 2014 года. Таким образом, к кривой госбанков по верхней границе диапазона Альфа-Банк предлагает около 100 б.п., к собственному более длинному выпуску – порядка 60 б.п. Мы рекомендуем участвовать в займе на уровне от УТР 9,7%.

Что касается кредитного качества эмитента, то последняя отчетность доступна на 1 июля 2011 года. В целом, за 1 полугодие банк отчитался (см. наш комментарий от 8 сентября http://nomos.ru/upload/iblock/1e3/Daily_08_09_2011.pdf) достаточно позитивно: динамика роста выше среднеотраслевой, уровень резервирования сокращается, что можно рассматривать как косвенный признак улучшения качества активов. Хотя и были отрицательные моменты: сокращение прибыли и маржинальности деятельности. Осенью наблюдается ряд негативных моментов, согласно отчетности по РСБУ: волатильность финансового результата (убыток в сентябре составил 2,3 млрд руб.), рост нормы резервирования (до 11,5% против 11,2% на 1 августа), появление задолженности перед ЦБ на 1 ноября (2,9 млрд руб.), тем не менее, они не критичны. Уровень достаточности капитала на 1 ноября составил 12,0%.

Карта доходностей облигаций эмитентов финансового сектора



Финансовые показатели Альфа-Банка по МСФО

Показатели отчетности	млн долл.					
	2009	2010	%	1H 2010	1H 2011	%
Активы	21 646	28 478	32%	22 579	31 490	11%
Кредиты (net)	13 449	16 795	25%	13 695	19 991	19%
Кредиты (gross)	14 953	18 175	22%	15 136	21 429	18%
доля в активах	62,1%	59,0%	-3,2%	60,7%	63,5%	4,5%
NPL (>90дн.)	21,2%	4,7%	-16,5%	n/a	n/a	---
уровень резервов	10,1%	7,6%	-2,5%	9,5%	6,7%	-0,9%
Вложения в финансовые активы	3 131	4 922	57%	3 478	5 530	12%
доля в активах	14,5%	17,3%	2,8%	15,4%	17,6%	0,3%
Средства клиентов	13 686	16 812	23%	12 985	18 761	12%
доля в активах	63,2%	59,0%	-4,2%	57,5%	59,6%	0,5%
Коэффициент достаточности общего капитала	20,2%	18,2%	-2,0%	n/a	17,6%	-0,6%
Чистые процентные доходы (до резервов)	1 075	1 307	22%	640	698	9%
Прибыль	77	553	618%	296	275	-7%
Качественные показатели деятельности	2009	2010	%	1H 2010	1H 2011	%
Рентабельность собственных средств	3,2%	19,1%	16,0%	21,2%	16,8%	-4,4%
Рентабельность активов	0,3%	2,2%	1,9%	2,7%	1,8%	-0,8%
NIM	5,2%	6,0%	0,8%	6,7%	5,3%	-1,4%
C / I	51,2%	44,0%	-7,1%	40,1%	54,2%	14,1%

Источники: Альфа-Банк, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Елена Федоткова

X5: ожидаемо слабые результаты за 3 кв. и 9 мес. 2011 г.

Представленные финансовые результаты X5, как и ожидалось, оказались слабыми, особенно это касается динамики выручки и прибыльности бизнеса, – виной тому прохождение «пика» интеграции магазинов сети «Копейка». Долговая нагрузка ритейлера несколько снизилась, главным образом, от эффекта ослабления рубля к доллару.

Событие. Вчера промежуточные итоги деятельности за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по МСФО опубликовала розничная сеть X5.

Комментарий. За январь-сентябрь 2011 г. выручка компании увеличилась на 47,3% до 11,5 млрд долл. (к а.п.п.г.) при том, что в 3 кв. она замедлила свой рост до 39%. Причиной этому стали слабые операционные результаты сети (открытие новых магазинов, рост сопоставимых продаж), которые были обусловлены активной стадией интеграции магазинов «Копейки» (перезапущено 613 магазинов). Из-за простоя торговых площадей «Копейки» в период адаптации к форматам X5, затрат на ребрендинг, ликвидацию товарных запасов и потерь прибыльность бизнеса сети заметно снизилась: рентабельность EBITDA за год уменьшилась на 0,8 п.п. до 6,8%. Для сравнения, у Магнита при органичном развитии сети финансовые результаты за 9 мес. 2011 г. были заметно лучше: выручка выросла на 53,5%, рентабельность EBITDA составила 7,2%.

Вместе с тем, ждать существенного восстановления прибыльности X5 в 4 кв. 2011 г., несмотря на завершение интеграции магазинов «Копейки», на наш взгляд, не приходится, поскольку для восстановления трафика в этих магазинах потребуется некоторое время. Кроме того, давление на маржинальность будет оказывать открытие новых магазинов в 4 кв.: менеджмент X5 подтвердил свои планы запустить в этом году 540 новых магазинов притом, что за 9 мес. было открыто только 316 (59% от плана). Отдельно отметим формирование положительного операционного денежного потока у компании в отчетном периоде (318 млн долл.), что стало результатом работы с оборотным капиталом и кредиторской задолженностью. Отметим, что в 3 кв. X5 получила чистый убыток в 2,1 млн долл. из-за неденежных потерь от курсовых разниц в размере 52,5 млн долл.

Долговая нагрузка компании в долларах снизилась из-за ослабления курса рубля: размер долга уменьшился на 2,9% до 3,6 млрд долл., соотношение Долг/EBITDA составило 3,5х против 4,4х в 2010 г. В течение года ритейлеру предстоит рефинансировать 773 млн долл. долга (включая 3 выпуска облигаций «Копейки»), а также до конца 2011 г. инвестировать чуть более 300 млн долл. Мы считаем, что данные потребности с запасом покрываются денежными средствами на счетах (126 млн долл.), операционным денежным потоком, а также невыбранными кредитными линиями (1,9 млрд долл.), что говорит об умеренных рисках рефинансирования долга X5.

Среди бумаг ритейлера, на наш взгляд, интерес могут представлять биржевые облигации «Копейки» серии БО-1 (УТР 10,35%/0,63 г.), но их ликвидность весьма ограничена.

Финансовые результаты за 9 мес. 2011 г. по МСФО

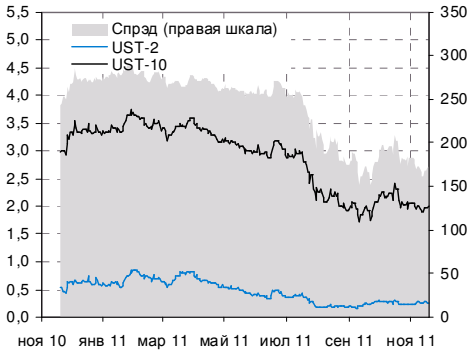
\$ млн	Х5				Магнит		
	9 мес. 2011	9 мес. 2010	2010	Изм. %	9 мес. 2011	9 мес. 2010	Изм. %
Выручка	11 490	7 798	11 281	47,3	8 349	5 438	53,5
Чистый операционный денежный поток	318	-66	378	-	n/a	n/a	-
ЕБИТДА	786	593	844	32,5	601	438	37,4
Чистая прибыль	168	183	271	-8,2	243	237	2,4
% расходы	222	99	133	123,9	n/a	n/a	-
Активы	8 265	-	8 757	-5,6	n/a	-	-
Дебиторская задолженность	371	-	381	-2,7	n/a	-	-
Денежные средства и их эквиваленты	126	-	271	-53,3	n/a	-	-
Финансовый долг, в т.ч.:	3 581	-	3 689	-2,9	n/a	-	-
долгосрочный	2 809	-	3 180	-11,7	n/a	-	-
краткосрочный	773	-	510	51,6	n/a	-	-
Чистый долг	3 455	-	3 418	1,1	n/a	-	-
Кредиторская задолженность	1 497	-	1 851	-19,1	n/a	-	-
Рентабельность ЕБИТДА	6,8%	7,6%	7,5%	-0,8 п.п.	7,2%	8,0%	-0,8 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	1,5%	2,4%	2,4%	-0,9 п.п.	2,9%	4,4%	-1,5 п.п.
Фин.долг/ЕБИТДА	3,5	-	4,4	-	-	-	-
Чистый долг/ЕБИТДА	3,3	-	4,1	-	-	-	-
ЕБИТДА/% расходы	3,5	6,0	6,3	-	-	-	-
Фин. долг/Активы	0,4	-	0,4	-	-	-	-

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

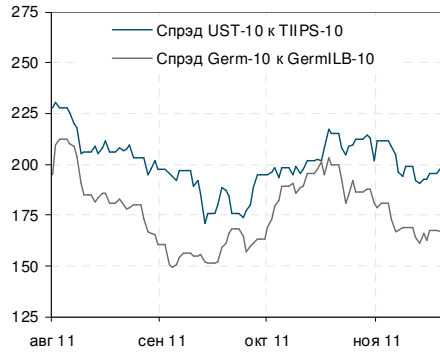
Александр Полютков

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

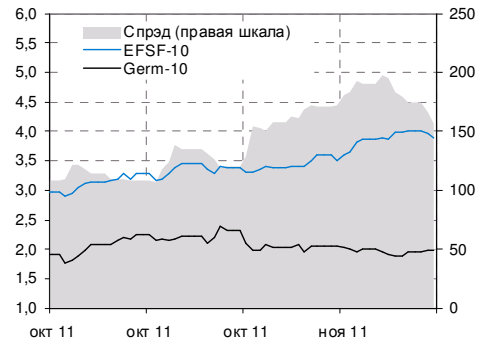
Казначейские обязательства США 2-летн. и 10-летн.



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



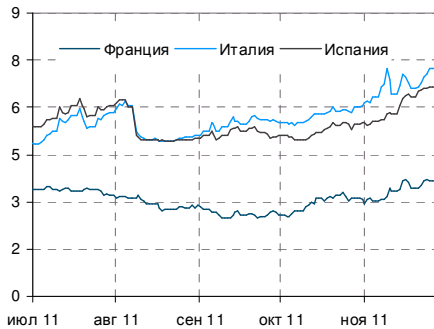
10-летние бумаги Германии и EFSF-10



Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

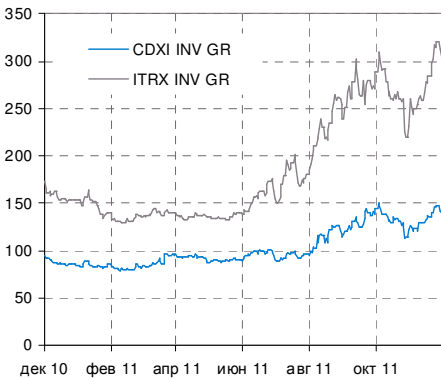


Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

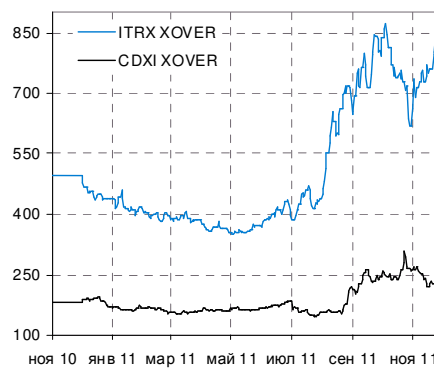


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

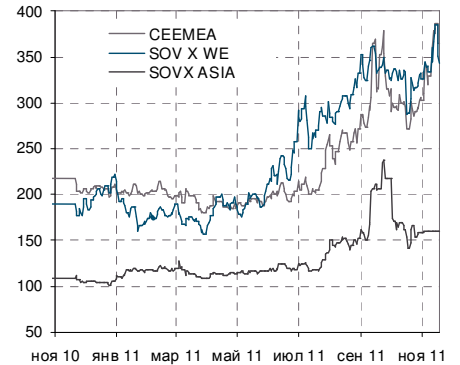
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX / Cross-Over

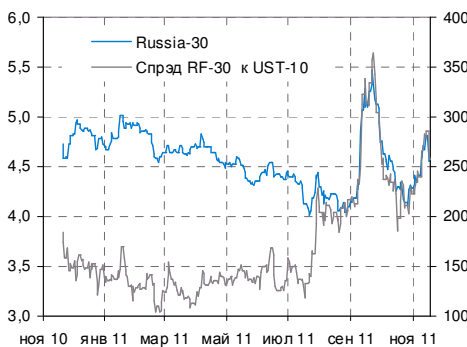


ITRX / Governments

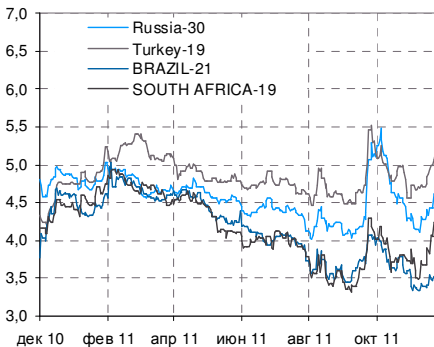


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

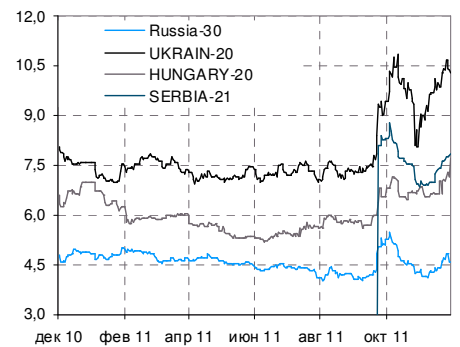
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

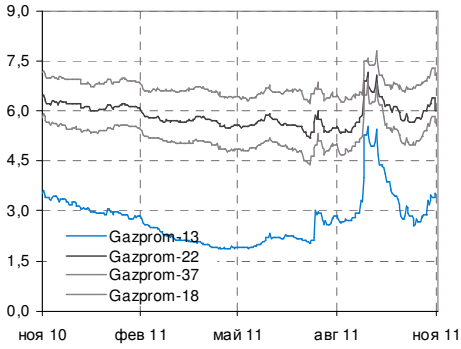


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

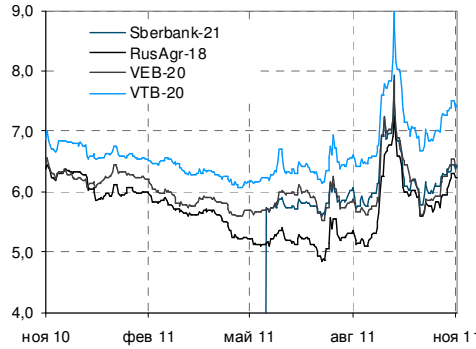


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

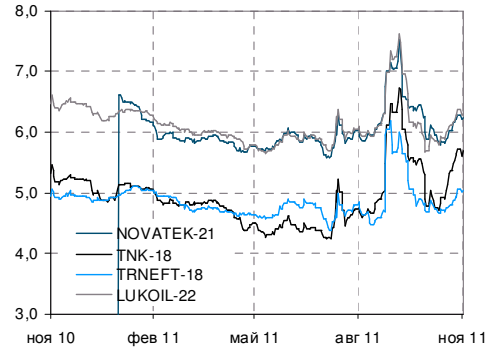
Еврооблигации Газпрома



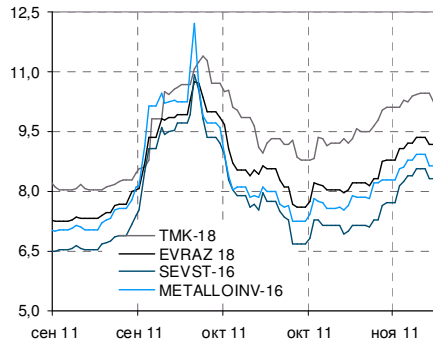
Евробонды госбанков



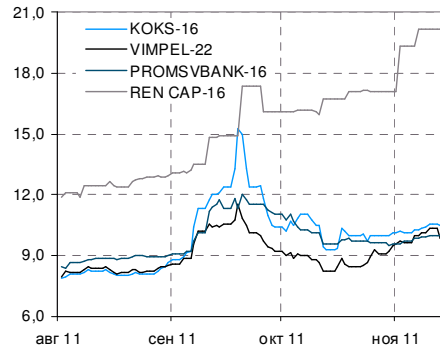
Еврооблигации нефтегазового сектора



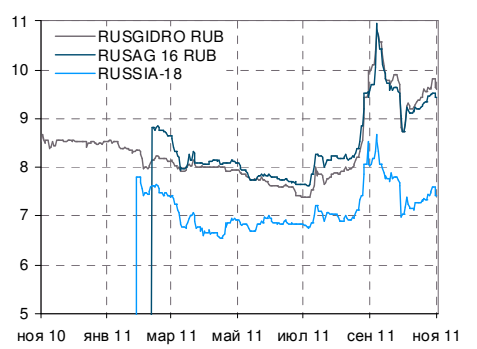
Еврооблигации металлургического сектора



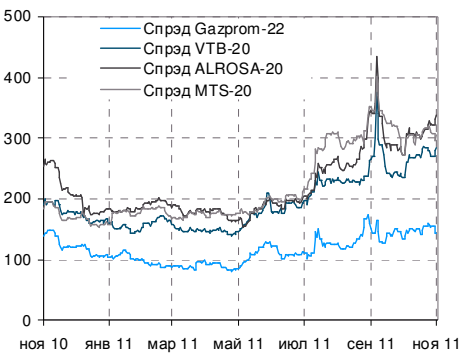
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



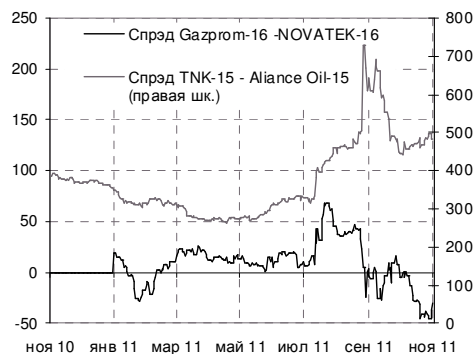
Еврооблигации, номинированные в рублях



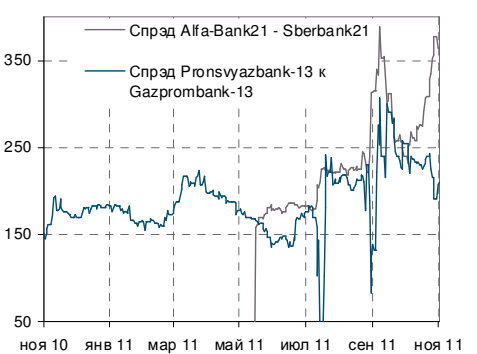
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

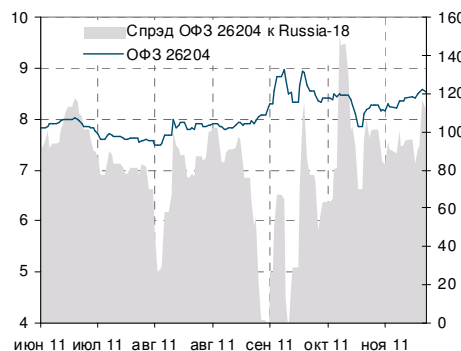


Спрэды в банковском секторе

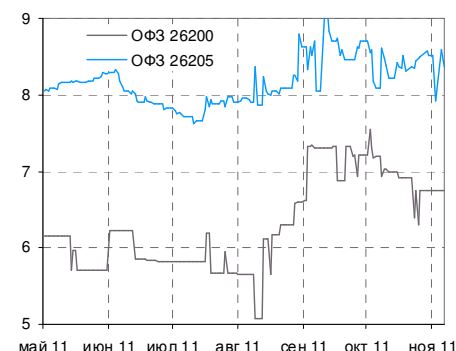


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

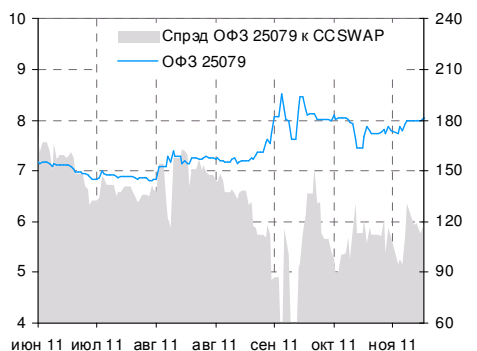
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

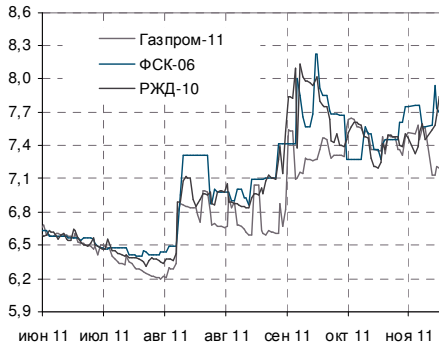


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

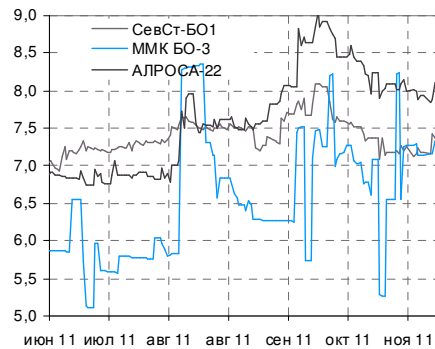


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

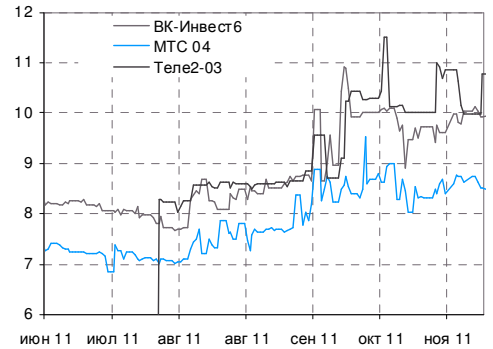
Доходности российских монополий



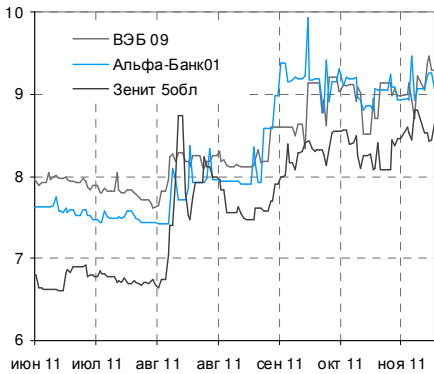
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



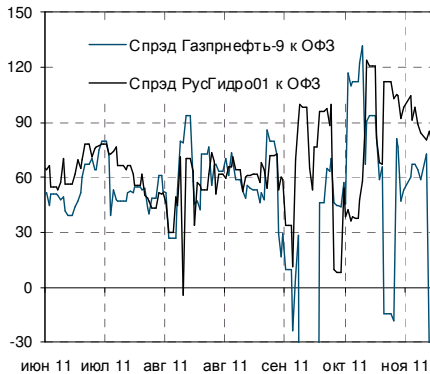
Доходности "Телекоммуникации"



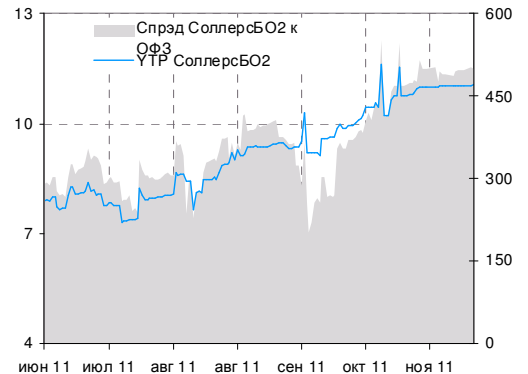
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

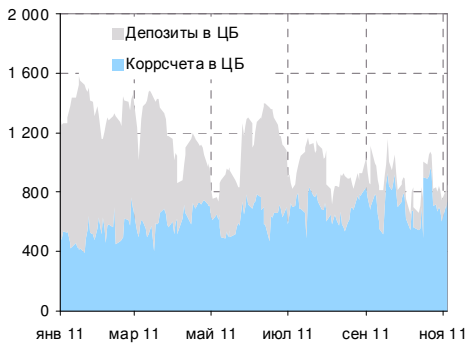


Облигации с текущей доходностью выше 10%

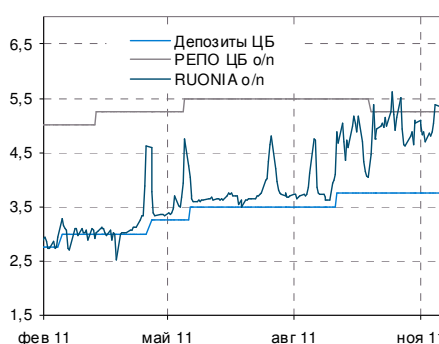


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

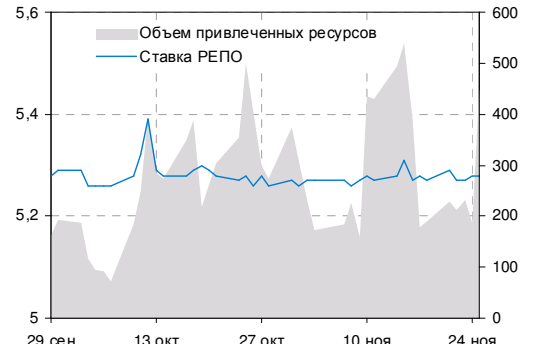
Динамика депозитов и остатков на кор. счетах



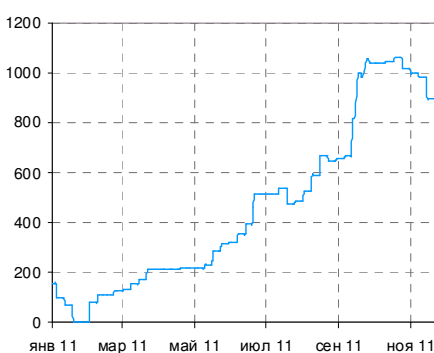
Динамика ставок денежного рынка



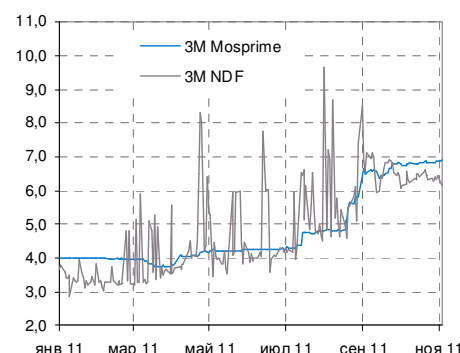
Динамика объемов и ставок РЕПО (о/н)



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

Долговой рынок

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

Кредитный анализ

Александр Полутов

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 рассматривает в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК, его 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 Банка 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, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК, его 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 не берет 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. НОМОС-БАНК не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.