

Долговые и денежные рынки
3 мая 2012 г.

Конъюнктура рынков

Внешние рынки

Для инвесторов на глобальных площадках за вчерашний день прибавилось поводов для пессимизма, чему в значительной мере «способствовали» макроданные из Европы, а также отсутствие каких-либо конструктивных решений по итогам очередной встречи министров финансов стран ЕС. Американской статистике оказалось не под силу «скорректировать» укрепляющийся в отношении рисков активов негативный настрой.

Российские еврооблигации

Вчерашняя торговая сессия в российских еврооблигациях отразила эффект отсутствия локальных игроков в течение длинных выходных. Ликвидные выпуски отметились значительным ростом, хотя во второй половине дня активизировались продавцы.

Рублевые облигации

В рублевом сегменте первые торги мая проходили без какого-либо позитива и при весьма ограниченной торговой активности. Отрицательные переоценки остаются преобладающей характеристикой локального рынка.

FX/Rates

Локальный валютный рынок вчера отыгрывал события, произошедшие за время Первомайских выходных.

Наши ожидания

Для глобальных рынков сегодняшний день вновь насыщен новостями из Европы, где будет проходить очередное заседание ЕЦБ и сопровождающая его пресс-конференция М. Драги, от которой больше всего инвесторы ждут ясности по части политики регулятора и возможным «стимулирующим» мерам, чью актуальность подчеркивают слабые макроданные. Кроме того, в центре внимания отчеты об уровне деловой активности в сфере услуг в ЕС и недельные данные по безработице в США.

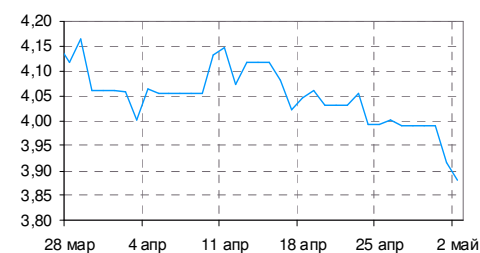
На российских площадках сегодняшние торги не обещают торговой активности в силу того, что сохраняется неопределенность преобладающих внешних настроений. При этом для рублевых бумаг дополнительным аспектом, ориентирующим на «защитную» стратегию, является довольно неуверенная позиция национальной валюты.

Локальный валютный рынок сегодня, по всей видимости, в первой половине дня будет удерживаться на занимаемых уровнях. Однако сильные изменения могут проявиться по мере поступления новостей с внешних площадок.

Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	3,88	-3
CDS России	192	-3
MOSPRIME o/n	6,24	-8
NDF 3M	5,84	0
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	694,1	74
Остатки на депозитах, млрд руб.	73,3	-13
Доллар / рубль (ЦБ), руб	29,41	-0,03
Корзина (ЦБ), руб	33,59	-0,02

Динамика доходности Russia-30



Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3M	0,47	0,0
ERIBOR 3M	0,70	-1,1
EUR/USD	1,32	
UST-10	1,93	-1
Германия-10	1,61	-5
EFSF-10	2,88	-7
Италия - 10	5,53	3
Испания - 10	5,82	7
Португалия-10	10,33	-1
CDS 5Y Ирландия	565	0
CDS 5Y Португалия	962	3
CDS 5Y Италия	447	3
CDS 5Y Испания	482	7

Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	641,6	12
iTRAXX CEEMEA 5Y	278,1	-4
iTRAXX SOVX WE 5Y	275,4	0

Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 25075	7,06	1
ОФЗ 26205	7,94	-3
ОФЗ 26207	8,24	1
Газпром-11	7,59	29
РЖД-10	7,44	0
ФСК-6	7,46	-6
РусГидро-1	8,41	2
МТС-04	8,01	-16
Вк-Инвест6	9,19	31
Северсталь-БО1	7,55	-15
ВЭБ-09	8,61	-24
Альфа-Банк01	8,65	6

Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	6,87	-5
Gazprom-37	6,06	-1
Sberbank-21	5,46	-7
AlfaBank-21	7,92	-13
Evraz-18	7,41	-3
Vimpel-22	7,87	-6
TNK-BP-18	4,55	-25

Главные новости

Связь-Банк: итоги деятельности за 2011 год.

Финансовый результат банка вышел в область положительных значений. На наш взгляд, зависимость от единичных операций с крупными контрагентами сохраняется высокой.

АФК «Система» (ВаЗ/ВВ/ВВ-) начала road show новых евробондов.

В целом, предложение Системы в условиях пока еще ограниченного предложения евробондов российских корпоративных эмитентов, скорее всего, будет иметь повышенный интерес у инвесторов. Ограничивающим фактором может стать длинная срочность бумаг (10 лет). Не исключено, что по итогам road show сроки могут быть скорректированы до более привычных рынку 5-7 лет. Рекомендуем принять участие в размещении еврооблигаций при спрэде к суверенной кривой порядка 300 б.п. (доходность от 7% годовых, в случае 10 лет), что в том числе предоставит неплохую премию к бумагам «дочерней» МТС.

Металлоинвест: отчетность за 2011 год по МСФО.

В целом, финансовые итоги холдинга в 2011 г. на фоне сильных операционных результатов были на высоком уровне как по динамике выручки, так и по прибыльности бизнеса. Кредитные метрики не вызывают опасений, в том числе и в случае выкупа собственных акций. Возможность апсайда по бондамMetalloinvesta, на наш взгляд, во многом ограничивается текущей нестабильной конъюнктурой рублевого сегмента.

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.

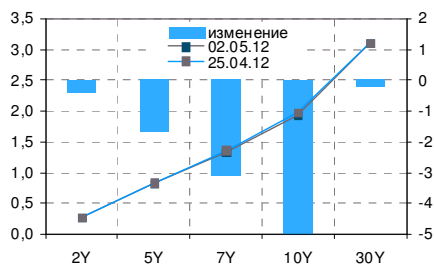
Рыночная конъюнктура

Внешние рынки

Для инвесторов на глобальных площадках за вчерашний день прибавилось поводов для пессимизма, чему в значительной мере «способствовали» макроданные из Европы, а также отсутствие каких-либо конструктивных решений по итогам очередной встречи министров финансов стран ЕС. Американской статистике оказалось не под силу «скорректировать» укрепляющийся в отношении рискованных активов негативный настрой.

Вчерашний новостной поток ощутимо способствовал тому, чтобы пессимизм в отношении рискованных активов инвесторов на глобальных площадках только укреплялся. Помимо плотного потока очень слабых отчетов из Европы по PMI, а также разочаровывающего отчета по безработице в ЕС, отразившего рост в марте до 10,9% (в феврале 10,8%), беспокойства в отношении «отодвигающегося» периода финансовой стабильности в Еврозоне добавило отсутствие каких-либо конструктивных решений по итогам очередной встречи министров финансов стран ЕС – договоренность об ужесточении требований к капиталу банков не была достигнута. Запланировано продолжить обсуждение данного вопроса в ходе своей следующей встречи, намеченной на 15 мая, но кроме разочарований этот факт пока ничего не доставил инвесторам.

Кривая доходности гособлигаций США



Индексы деловой активности в производственном секторе

	Фактически	Прогноз	Предыдущее знач.
Германия	46,2	46,3	46,3
Франция	46,9	47,3	47,3
Испания	43,5	43,7	44,5
Италия	43,8	47	47,9
Еврозона	45,9	46,6	46

Источник: Markit, Bloomberg

Американской статистике – отчету от ADP, демонстрирующему, что в апреле было создано 119 тыс. рабочих мест против пересмотренного до 201 тыс. мартовского показателя, а также прогноза в 170 тыс. рабочих мест – оказалось не под силу препятствовать очередным попыткам «бегства в качество».

Так, весомым оставался спрос на «защитные» инструменты, как европейские, так и американские. Доходность госбумаг Германии серьезно скорректировалась вниз (по 10-летним – до 1,61% (-5 б.п.)), тогда как более рискованные итальянские и испанские на этой же дюреции прибавили по итогам дня 3 и 7 б.п. до 5,53% и 5,82% соответственно.

Спрос на UST сдвинул доходность 10-летних бумаг до отметки 1,93% годовых.

Что касается вчерашних аукционов по португальским векселям, то преобладающие на них настроения полностью укладывались в «традицию» предыдущих размещений «периферийных стран»: доходность была выше, чем на предыдущем аналогичном аукционе в марте, но спрос имел место, что, вероятно, и поддерживало вторичный рынок от более ощутимого обвала. При этом доходности португальских бумаг по большей части оставались на уровнях, близких понедельнику.

Итоги аукционов по размещению португальских векселей

12 месяцев		
Дата	2 май	21 мар
Объем размещения млрд евро	1,50	3,60
Доходность средневзвешенная	3,908%	3,652%
Bid/cover	2,74	2,49

6 месяцев		
Дата	2 май	4 апр
Объем размещения млрд евро	0,50	0,50
Доходность средневзвешенная	2,94%	2,90%
Bid/Cover	4,14	4,95

Источник: Bloomberg

Отдельно отметим, что фактор повышения агентством S&P рейтинга Греции до «ССС» с «SD» (выборочный дефолт) не нашло какого-то ощутимого резонанса – это полностью соответствовало ожиданиям рынка и планам агентства, как только процесс реструктуризации долга будет завершен.

Международный валютный рынок вчера испытал очередное потрясение. Европейские площадки, открывшиеся после празднования первого мая, довольно резко отреагировали на опубликованный блок статистики об окончательных индексах деловой активности в производственном секторе как стран отдельных стран ЕС, так и региона в целом. Следует отметить, что представленные накануне предварительные данные выглядели не столь удручающими. Кроме того, в Германии был зафиксирован рост уровня безработицы с 6,7% до 6,8%. Уже к середине дня пара EUR/USD достигла значения 1,314х, хотя еще при открытии находилась у 1,322х. По итогам торгов пара EUR/USD достигла уровня 1,3153х.

Ольга Ефремова
Алексей Егоров

Российские еврооблигации

Вчерашняя торговая сессия в российских еврооблигациях отразила эффект отсутствия локальных игроков в течение длинных выходных. Ликвидные выпуски отметились значительным ростом, хотя во второй половине дня активизировались продавцы.

Результаты вчерашних торгов во многом отражают эффект длинных выходных локальных игроков на фоне полноценной рабочей недели на внешних площадках. Фактически при отсутствии ликвидности появление спроса со стороны покупателей-нерезидентов стало драйвером серьезного ценового роста.

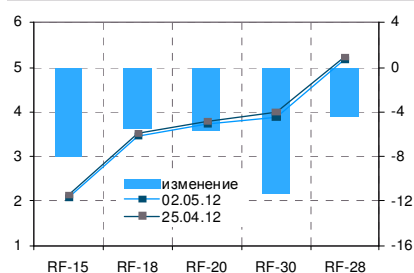
Так, в суверенном сегменте котировки Russia-30 продвинулись вверх до 120,5% - 120,75% (YTM 3,90% – 3,86%), а по Russia-42 сделки внутри дня проходили выше 107% (YTM 5,16%), но к закрытию появление продавцов стало поводом для «возвращения» цен к отметке 106,75% (YTM 5,18%).

В негосударственных выпусках в центре спроса были бумаги Sberbank-22, VTB-17 - здесь рост котировок составлял 1% и 0,75% соответственно. Длинные выпуски ВымпелКома прибавили в цене 0,5% - 0,75%, длинные бумаги Газпрома подорожали на 0,75% - 1%. Покупателям были интересны также бонды Северстали и Евраза – их котировки прибавили 0,25% - 0,5%.

Вместе с тем, по итогам дня уровень ценового роста несколько ослаб – к вечеру активизировались продавцы, но это не особо мешало достаточно активному закрытию имеющихся «коротких позиций».

Ольга Ефремова

Кривая доходности гособлигаций России



Рублевые облигации

В рублевом сегменте первые торги мая проходили без какого-либо позитива и при весьма ограниченной торговой активности. Отрицательные переоценки остаются преобладающей характеристикой локального рынка.

Первые майские торги характеризовались весьма ограниченной торговой активностью, однако преобладающий пессимизм был очевиден.

В сегменте ОФЗ снижение котировок, затронувшее преимущественно выпуски с дюрацией от 3 до 5 лет, варьировалось в диапазоне 10-25 б.п.

В корпоративном сегменте торги также складывались без какого-либо позитива. И хотя отдельные выпуски (МТС-4, Росбанк-БОЗ, ФСК-15, Севсталь-БО2, ЛокоБанк-БО1) смогли «отличиться» положительными переоценками в пределах 10-20 б.п., это выглядело как бросающееся в глаза исключение, не имеющее фундаментальной поддержки. В основной же массе выпуски на малых оборотах отражали поиск возможностей для фиксации прибыли. При среднем масштабе снижения котировок в диапазоне 20-60 б.п. наиболее ощутимо теряли в цене бумаги Алросы, Металлоинвеста, Татфондбанка, РСХБ.

Ольга Ефремова

Forex/Rates

Локальный валютный рынок вчера отыгрывал события, произошедшие за время Первомайских выходных.

При открытии торгов национальная валюта продемонстрировала укрепление позиций. Стоимость бивалютной корзины при этом снизилась до значения 33,59 руб. Примечательно то, что в ходе торгов, несмотря на сильные потрясения международных валютных площадок, рубль по отношению к бивалютной корзине демонстрировал стабильность. Вместе с тем, на фоне резкого снижения пары EUR/USD можно было наблюдать повышенный спрос, проявляемый локальными участниками к доллару. Так, курс американской валюты по итогам дня составил 29,41 руб. Опубликованные данные о росте коммерческих запасов нефти в США понизили цену на «черное золото» до 118 долл. за барр., однако это случилось после закрытия российских площадок. Вместе с тем, сегодня все сырьевые валюты, включая рубль, испытали небольшое давление.

Ликвидность банковской системы начала понемногу восстанавливаться. Согласно данным ЦБ, сумма остатков на корсчетах и депозитах увеличилась на 61,3 млрд руб. до 767,4 млрд руб. При этом вчера кредитным организациям предстояло вернуть Банку России 34,38 млрд руб. (сальдо от ранее проведенных операций прямого РЕПО). По всей видимости, вчера в банковскую систему поступило порядка 100 млрд руб. бюджетных средств, позволивших не только закрыть задолженность перед ЦБ, но и увеличить остатки на счетах. Ставки денежного рынка понемногу начали снижаться. Так, MosPrime o/n вчера составила 6,24%.

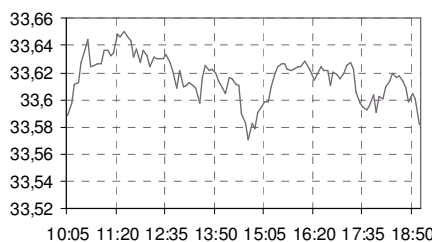
Алексей Егоров

Наши ожидания

Для глобальных рынков сегодняшний день вновь насыщен новостями из Европы, где будет проходить очередное заседание ЕЦБ и сопровождающая его пресс-конференция М. Драги, от которой больше всего инвесторы ждут ясности по части политики регулятора и возможным «стимулирующим» мерам, чью актуальность подчеркивают слабые макроданные. Кроме того, в центре внимания отчеты об уровне деловой активности в сфере услуг в ЕС и недельные данные по безработице в США.

На российских площадках сегодняшние торги не обещают торговой активности в силу того, что сохраняется неопределенность преобладающих внешних настроений. При этом для рублевых бумаг дополнительным аспектом, ориентирующим на «защитную» стратегию,

Динамика бивалютной корзины



является довольно неуверенная позиция национальной валюты. Локальный валютный рынок сегодня, по всей видимости, в первой половине дня будет удерживаться на занимаемых уровнях. Однако сильные изменения могут проявиться по мере поступления новостей с внешних площадок.

Ольга Ефремова
Алексей Егоров

Календарь событий

Долговой рынок

- 3 мая Размещение: Домашние Деньги, 01.
 Размещение: Банк Русский Стандарт, БО-06.
- 4 мая Размещение: Волгоградская область, 35002.

Внешний долговой рынок

- 3 мая Размещение гособлигаций Испании с погашением в 2015, 2017 годах.
 Размещение гособлигаций Франции с погашением в 2017, 2021, 2022 и 2025 годах.

Макроэкономические события

- 3 мая PPI по ЕС за апрель
 Заседание ЕЦБ, решение по базовой ставке.
- 4 мая Розничные продажи в ЕС в апреле.
 Отчет по рынку труда, данные по безработице в США / апрель.

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Новости коротко

Макроновости

- По данным Банка России, **объем международных резервов РФ** за неделю с 20 по 27 апреля 2012 года увеличился на 3,8 млрд долл. до 523,3 млрд долл.
- Согласно данным Минфина, **совокупный объем Резервного фонда РФ** по состоянию на 1 мая 2012 года составил 1825,28 млрд руб., что эквивалентно 62,16 млрд долл. (на 1 апреля 1826,62 млрд руб., что эквивалентно 62,28 млрд долл.). **Совокупный объем Фонда национального благосостояния** на 1 мая 2012 года составил 2619,52 млрд руб., что эквивалентно 89,21 млрд долл. (на 1 апреля 2624,78 млрд руб. или 89,50 млрд долл.).

Корпоративные новости

- **Мечел** заключил долгосрочное соглашение с Газпромбанком об открытии кредитных линий для ОАО «ХК Якутуголь» и ОАО «Южный Кузбасс» на общую сумму 500 млн долл. сроком 5 лет с льготным периодом в 3 года. Согласно комментариям менеджмента Мечела, «полученная сумма будет использована для финансирования хозяйственной деятельности, что позволит использовать освободившиеся средства для рефинансирования значительной части краткосрочной задолженности группы». /www.mechel.ru/
- Чистая прибыль **ОАО «АИЖК»** по МСФО за 2011 год выросла по сравнению с 2010 годом на 9,8% и составила 7,97 млрд руб. (в 2010 г. - 7,26 млрд руб.). Активы компании по состоянию на 31 декабря 2011 года составили 268,9 млрд руб., показав рост на 36% за отчетный период (197,5 млрд руб. - на 31 декабря 2010 года). /Finambonds/

Долговые рынки

- **ХКФ-Банк** исполнил обязательство по приобретению облигаций серии 07: в рамках оферты им было выкуплено 52% выпуска. Общий размер выплат по обязательству составил 2,6 млрд руб.

Рейтинги и прогнозы

- Standard&Poor's повысило долгосрочный кредитный рейтинг **Греции** с «SD» (выборочный дефолт) до «ССС». Краткосрочный рейтинг повышен с «SD» до «С». Прогноз по долгосрочному рейтингу – «Стабильный».
- Агентство Standard&Poor's присвоило 7-летним субординированным еврооблигациям **Газпромбанка** рейтинг «BB-». Выпуск объемом 500 млн долл. размещен с фиксированной ставкой 7,25% годовых.

Главные новости

Связь-Банк: итоги деятельности за 2011 год.

Финансовый результат банка вышел в область положительных значений. На наш взгляд, зависимость от единичных операций с крупными контрагентами сохраняется высокой.

Событие. Связь-Банк представил инвесторам отчетность за 2011 год по МСФО.

Комментарий. В 2011 году финансовый результат банка наконец-то вышел в область положительных значений: прибыль сложилась на уровне 0,4 млрд руб. против убытка в 0,1 млрд руб. в 2010 году и 71 млрд руб. в 2009 году.

После чистки баланса, проведенной совместно с ВЭБом во время санации, Связь-Банк активно наращивает кредитный портфель (gross), который за последний год вырос на 55% до 133 млрд руб. Напомним, 94% портфеля выдано после 1 января 2009 года. Основными направлениями кредитования сейчас являются производство (включая машиностроение) – 19%, электроэнергетика – 13%, торговля – 12%, телекоммуникации – 11%, на розничные кредиты приходится 11%. Банк не приводит данных по NPL, однако учитывая «молодость» кредитного портфеля и невысокий уровень резервов (5,2%), можно предположить, что качество портфеля остается высоким. При этом сохраняется и ощутимая концентрация по клиентам – на трех крупнейших приходится более 20% портфеля (27 млрд руб.), еще на 10 клиентов – 27% (36 млрд руб.).

Отметим также, что объем вложений в финансовые активы остается высоким – порядка 27% или 60 млрд руб., преимущественно это корпоративные облигации (63%) и ОФЗ (22%). В целом, ценные бумаги принесли банку более четверти процентных доходов.

Основу фондирования деятельности кредитной организации сейчас составляют средства клиентов – 65% пассивов (143 млрд руб.). При этом концентрация сохраняется и здесь – 56% привлеченных средств приходится на компании с госконтролем. С точки зрения фондирования от отдельных контрагентов – на одного клиента банка на конец отчетного периода приходилось более 25% средств (36,4 млрд руб.), еще на 10 клиентов – 40% (57,1 млрд руб.). Таким образом, бизнес банка, на наш взгляд, сейчас зависим от операций с конкретными контрагентами. Доля средств физлиц остается довольно скромной – 13,3 млрд руб. или 9,3%.

Задолженность банка перед ЦБ и Правительством на конец прошлого года ограничивалась 10,4 млрд руб. (менее 5% пассивов). Еще 25,5 млрд руб. (12% пассивов) приходится на субординированные кредиты ВЭБа. Уровень достаточности капитала, несмотря на 33% рост активов (до 220 млрд руб.), остается высоким – 23,6%.

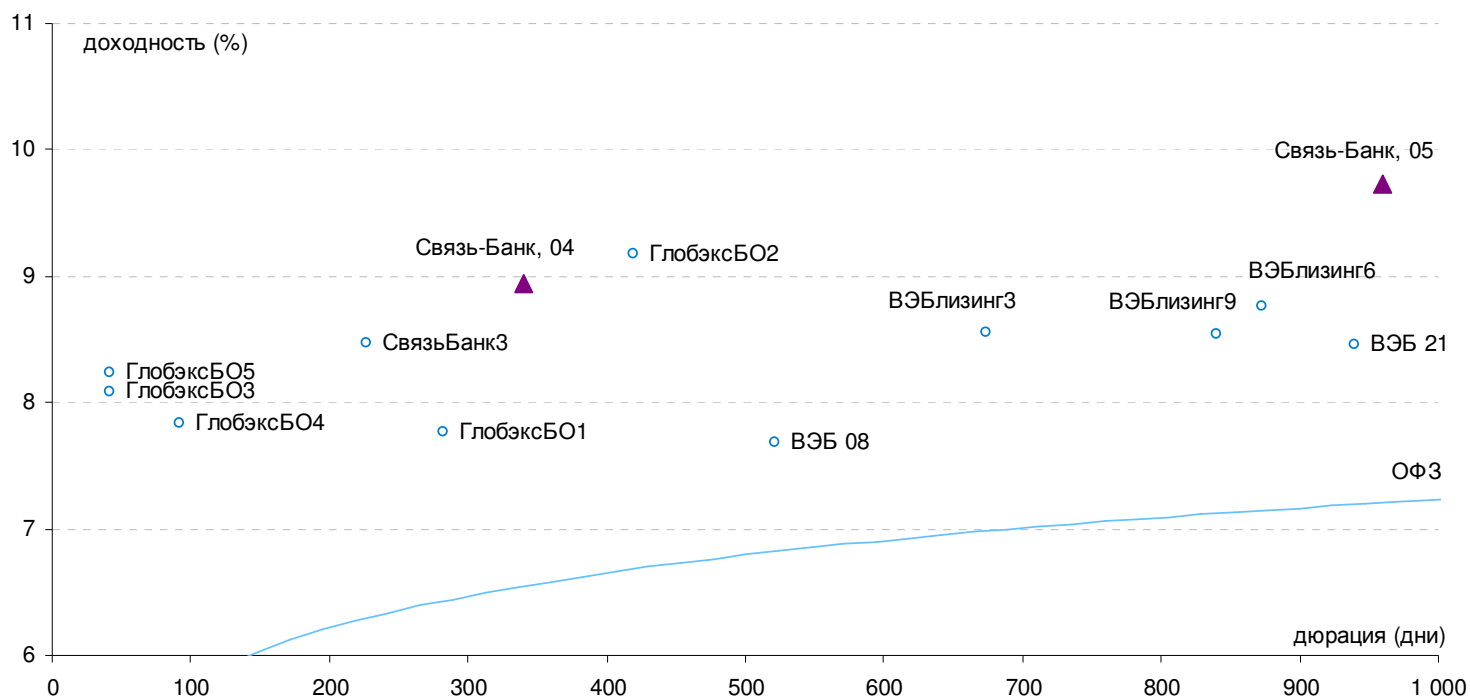
В настоящее время на рынке присутствует три выпуска облигаций банка, причем два из них еще не вышли на вторичный рынок (04 и 05). В целом, бумаги Связь-Банка предлагают премию 100-150 б.п. к облигациям «материнского» ВЭБа. На наш взгляд, наиболее привлекательно смотрится выпуск серии 04: более короткая дюрация повышает вероятность поддержки со стороны ВЭБа при прохождении оферты, и премия выглядит более интересной.

Финансовые результаты Связь-Банка по МСФО

млрд руб.	МСФО			
	-/ВВ/ВВ			
Рейтинги (M / S&P / F)				
Показатели отчетности	2009	2010	2011	2011 / 2010
Активы	116	166	220	33%
Кредиты (net)	51	78	126	61%
Кредиты (gross)	76	86	133	55%
доля в активах	43,7%	47,1%	57,2%	---
NPL (>90дн.)	n/a	n/a	n/a	---
уровень резервов	33,4%	8,9%	5,2%	---
Резервы / NPL (>90дн.)	n/a	n/a	n/a	---
Кредиты / средства клиентов	1,02	0,80	0,88	---
Вложения в финансовые активы	29	47	60	26%
доля в активах	25,0%	28,6%	27,2%	---
Средства клиентов	50	97	143	47%
доля в активах	43,0%	58,7%	64,7%	---
Коэффициент достаточности общего капитала	46,9%	35,2%	23,6%	---
Чистые процентные доходы (до резервов)	4	5	6	33%
Прибыль	-71,3	-0,1	0,4	-440%
Качественные показатели деятельности	2009	2010	2011	изменение за 2011
Рентабельность собственных средств	отриц.	отриц.	2,1%	---
Рентабельность активов	отриц.	отриц.	0,2%	---
NIM	---	4,4%	3,8%	-0,6 п.п.
C / I	отриц.	97,7%	79,7%	-18 п.п.

Источники: данные банков, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Распределение доходностей бумаг эмитентов, аффилированных с ВЭБом (средневзв.)



Елена Федоткова

АФК «Система» (Ва3/ВВ/ВВ-) начала road show новых евробондов.

В целом, предложение Системы в условиях пока еще ограниченного предложения евробондов российских корпоративных эмитентов, скорее всего, будет иметь повышенный интерес у инвесторов. Ограничивающим фактором может стать длинная срочность бумаг (10 лет). Не исключено, что по итогам road show сроки могут быть скорректированы до более привычных рынку 5-7 лет. Рекомендуем принять участие в размещении еврооблигаций при спреде к суверенной кривой порядка 300 б.п. (доходность от 7% годовых, в случае 10 лет), что в том числе предоставит неплохую премию к бумагам «дочерней» МТС.

Событие. Вчера АФК «Система» начала серию встреч с инвесторами, посвященную размещению долларовых евробондов корпорации. Компания обсуждает возможность размещения 10-летних бумаг на сумму 300-400 млн долл.

Комментарий. Напомним, что в настоящее время у АФК нет в обращении еврооблигаций. Однако неплохо торгуются бумаги телекоммуникационной «дочки» - МТС-20 (УТМ 6,30%/2166 дн.), чья доходность формирует спред к суверенной кривой порядка 250-255 б.п. На рынке рублевых облигаций премия Системы к МТС сейчас минимальная (до 15 б.п.), что не вполне оправдано, учитывая их различия в кредитном качестве и дополнительные риски материнской структуры, связанные с инвестициями в «развивающиеся» активы (справедливый спред, по нашим оценкам, может составлять 20-30 б.п.).

В то же время отметим, что во второй декаде апреля этого года свои 5-летние евробонды разместили: Распадская (В1/-/В+) с доходностью 7,75% годовых и Евраз (Ва3/В+/ВВ-) – под 7,4% годовых. Причем, наиболее показательными могут стать итоги размещений Евраза с премией 410-420 б.п. к суверенной кривой, учитывая сопоставимость уровня рейтингов с АФК. Сейчас бумаги Евраз-17 торгуются чуть выше номинала 100,75%, что определяет доходность на уровне 7,22% годовых. Вместе с тем, по масштабам бизнеса и кредитному качеству, а также комфортности отрасли для инвестирования Система превосходит Евраз, что предполагает заметный дисконт к бумагам последнего.

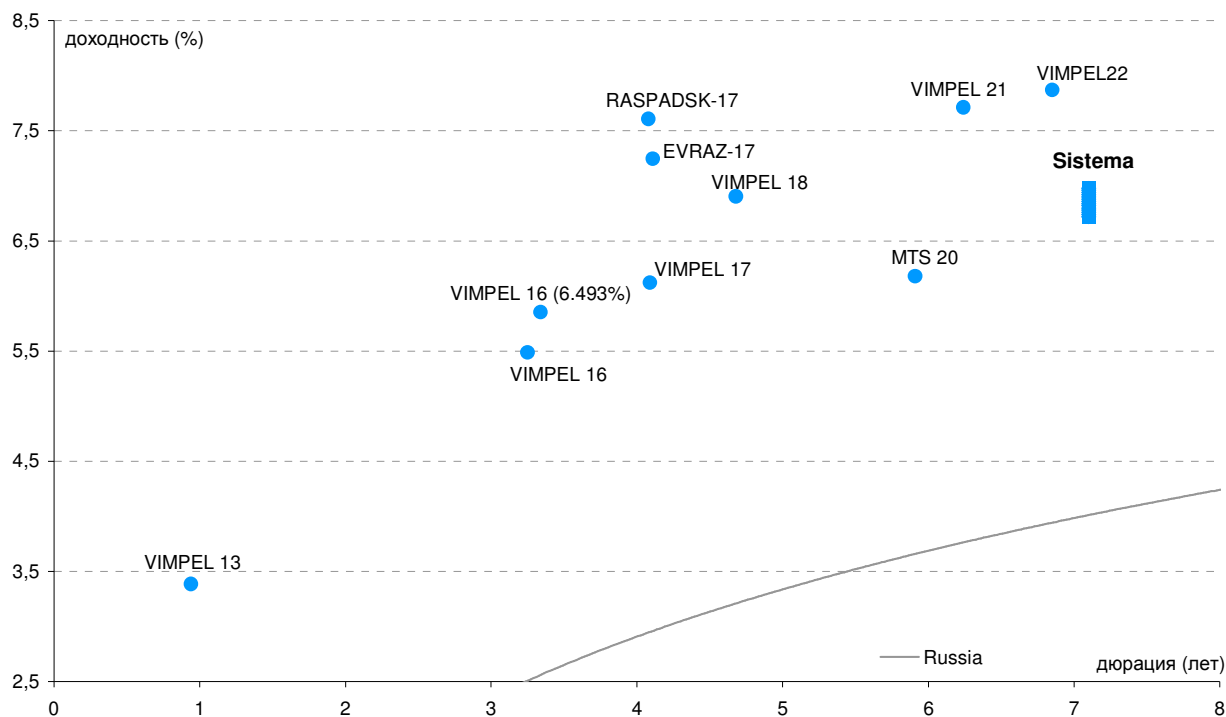
Финансовые показатели сравниваемых компаний

млн долл.	АФК Система (US GAAP)			Evraz (МСФО)		
	2010	2011	Изм. , %	2010	2011	Изм., %
Выручка	26 811	32 981	23.0	13 394	16 400	22.4
OIBDA	7 165	7 223	0.8	2 350	2 898	23.3
Маржа, %	26.7	21.9		17.5	17.7	
Чистая прибыль	919	218	-76.3	548	461	-15.9
Чистый долг	13 138	13 486	2.7	7 171	6 435	-10.3
Чистый долг/OIBDA	1.83	1.87	0.04	3.05	2.22	-0.83

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

(См. наш комментарий к отчетности АФК «Система» за 2011 г.: http://www.nomos.ru/upload/iblock/e24/NOMOS_daily_debt_markets_27_04_2012.pdf). Принимая во внимание уровень доходности евробондов МТС и необходимую к ним премию для бумаг АФК, а также итоги размещения евробондов Евраза, мы считаем, что спред к суверенной кривой для новых еврооблигаций Системы может составить 270-300 б.п.

График доходности еврооблигаций



Александр Полютков

Металлоинвест: отчетность за 2011 год по МСФО.

В целом, финансовые итоги холдинга в 2011 г. на фоне сильных операционных результатов были на высоком уровне как по динамике выручки, так и по прибыльности бизнеса. Кредитные метрики не вызывают опасений, в том числе и в случае выкупа собственных акций. Возможность апсайда по бумагам Metalloinvesta, на наш взгляд, во многом ограничивается текущей нестабильной конъюнктурой рублевого сегмента.

Событие. Вчера холдинг Metalloinvest опубликовал отчетность за 2011 г. по МСФО.

Комментарий. Компании представила ожидаемо хорошие финансовые результаты. Выручка продемонстрировала уверенный рост на 38,7% до 9,9 млрд долл. на фоне соответствующих операционных результатов (производство железорудной продукции возросло на 9% до 40,1 млн тонн, окатышей – на 2% до 22,4 млн тонн). Холдинг также смог добиться роста прибыльности бизнеса (показатель EBITDA возрос на 49,7% до 3,87 млрд долл., EBITDA margin составила 39% («+2,4 п.п.» к

2010 г.), которая по-прежнему остается одной из самых высоких в отрасли, чего удастся достичь, в том числе благодаря более низкой стоимости затрат на энергетику и рабочую силу. Отдельно отметим заметное увеличение операционного денежного потока на 84% до 2,88 млрд долл.

Что касается долговой нагрузки, то несмотря на рост размера долга за 2011 г. на 34,9% до 5,6 млрд долл., соотношение Долг/ЕБИТДА снизилось с 1,6х (в 2010 г.) до 1,4х на фоне роста прибыльности бизнеса (в дальнейшем руководство компании намерено придерживаться коридора для коэффициента Долг/ЕБИТДА - 1,0-2,0х). При этом Чистый долг/ЕБИТДА на конец 2011 г. снизилось до 1,1х (против 1,5х в 2010 г.) за счет формирования «подушки ликвидности» 1,2 млрд долл., которая, по данным менеджмента, была создана на фоне нестабильности на мировых финансовых рынках в 2011 г., а в 2012 г. том числе может быть направлена как на погашение краткосрочного долга 1,1 млрд долл., так и на инвестиции. В целом, долговая нагрузка не вызывает опасений и после размещения трех выпусков облигаций серий 01, 05 и 06 на 25 млрд руб., целью которых была диверсификация кредитного портфеля по валютам. Возможный выкуп Металлоинвестом 20% собственных акций у ВТБ за 2,5 млрд долл. (в марте компания приобрела у банка векселя на эту сумму, которые могут быть обменены на акции), о чем пишут сегодняшние «Ведомости», на наш взгляд, не отразится существенным образом на кредитном качестве компании.

Облигации Металлоинвеста после выхода на вторичный рынок предлагают неплохую доходность 9,13% - 9,12% годовых (цена 100,15% - 100,19%), которые дают дисконт порядка 30 б.п. к бумагам Евраза, что вполне оправдано, учитывая различия в кредитных метриках. Тем не менее, возможность апсайда по бондам Металлоинвеста, на наш взгляд, во многом ограничивается текущей нестабильной конъюнктурой рублевого сегмента.

Финансовые показатели Металлоинвеста (МСФО)

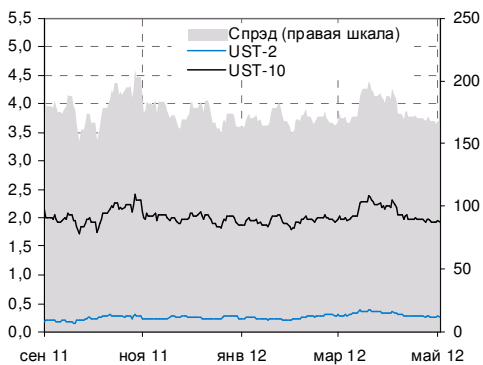
млн долл.	2010	2011	Изм., %
Выручка	7,153	9,919	38,7
Операционный денежный поток	1,563	2,876	84,0
ЕБИТДА	2,588	3,873	49,7
<i>ЕБИТДА margin</i>	<i>36.2%</i>	<i>39.0%</i>	<i>2.8 п.п.</i>
Чистая прибыль	1,199	1,432	19,4
<i>margin</i>	<i>16.8%</i>	<i>14.4%</i>	<i>-2.4 п.п.</i>
Денежные средства и их эквиваленты	152	1,166	667,1
Долг	4,147	5,598	34,9
<i>краткосрочный</i>	<i>1,334</i>	<i>1,117</i>	<i>-16,3</i>
<i>долгосрочный</i>	<i>2,813</i>	<i>4,481</i>	<i>59,3</i>
Чистый долг	3,995	4,432	10,9
Долг/ЕБИТДА	1,6	1,4	
Чистый долг/ЕБИТДА	1,5	1,1	

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

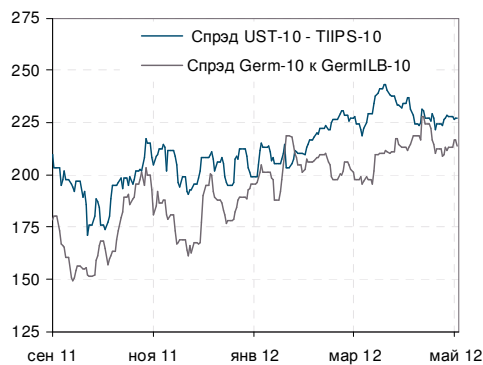
Александр Полютков

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

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



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



10-летние бумаги Германии и EFSF-10



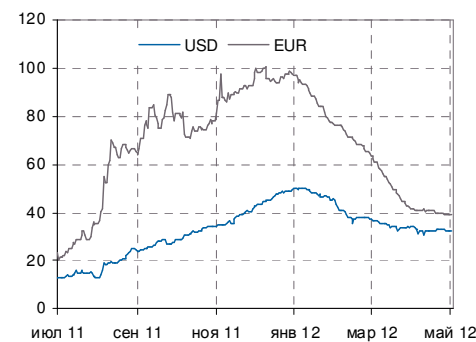
Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС



Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

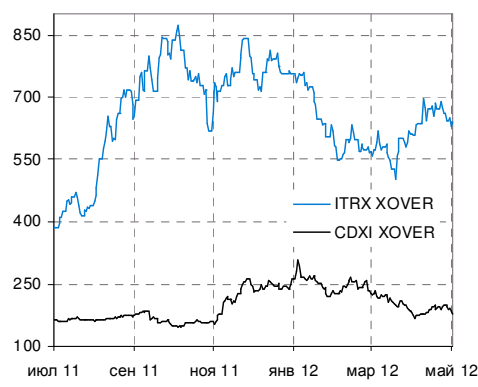


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

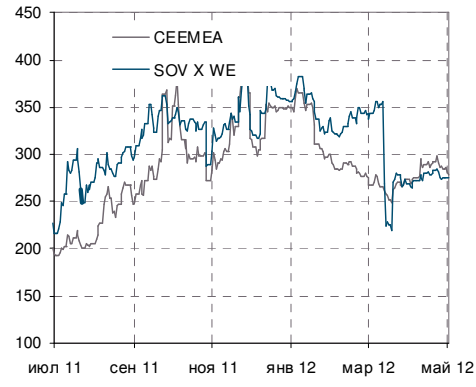
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX / Cross-Over

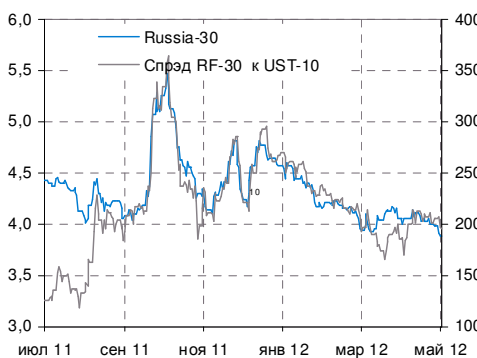


ITRX / Governments

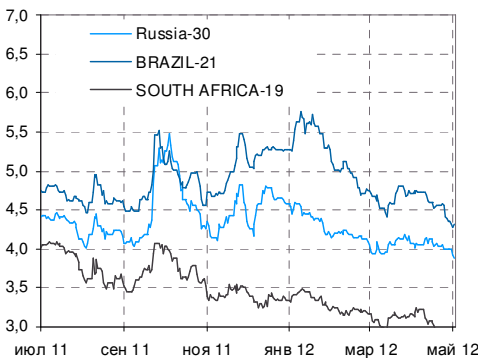


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

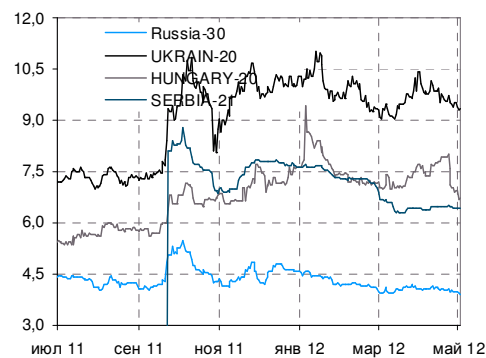
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

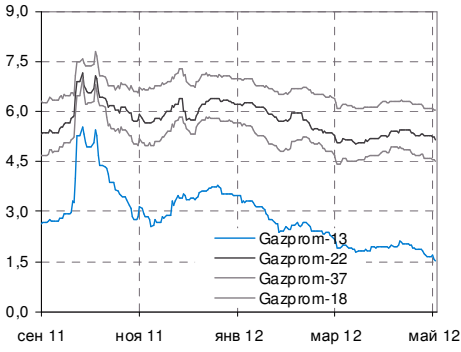


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

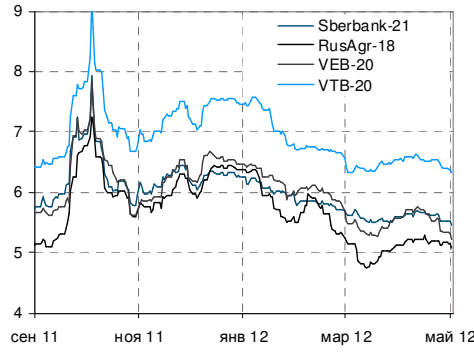


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

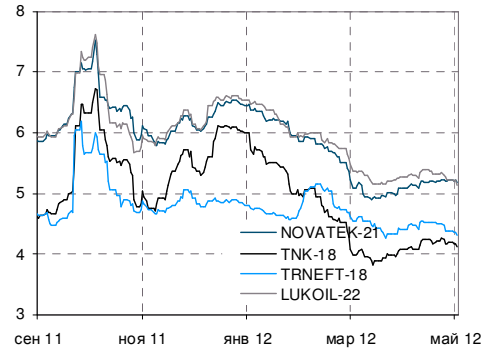
Еврооблигации Газпрома



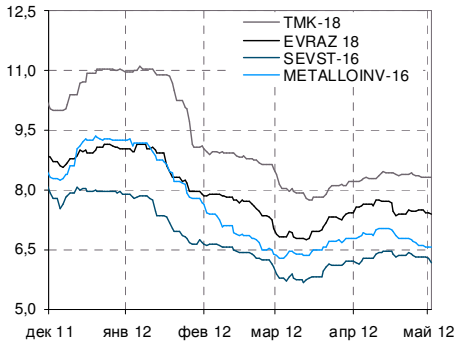
Евробонды госбанков



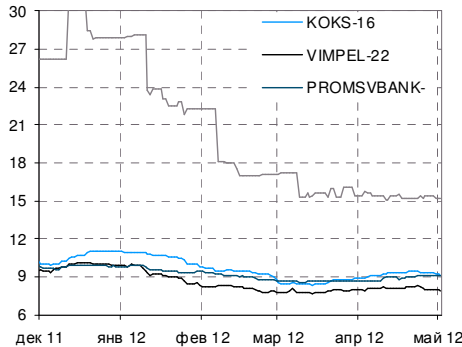
Еврооблигации нефтегазового сектора



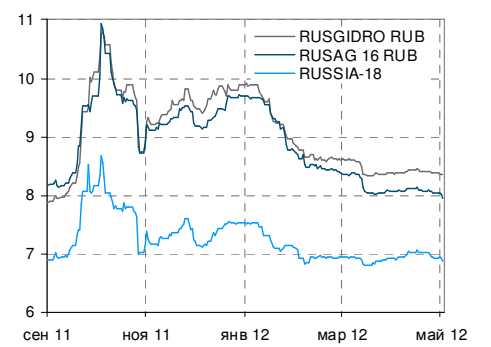
Еврооблигации металлургического сектора



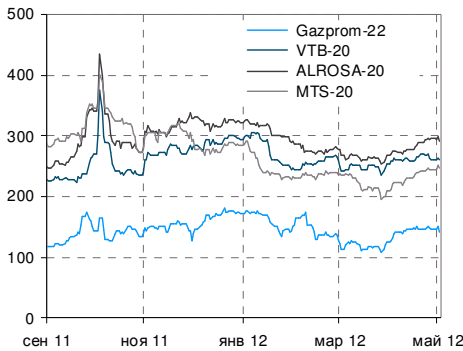
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



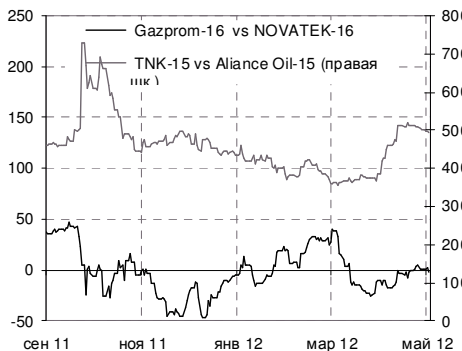
Еврооблигации, номинированные в рублях



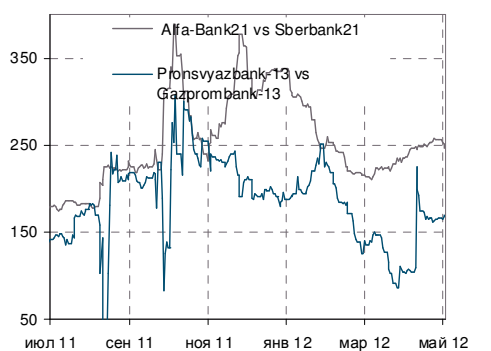
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

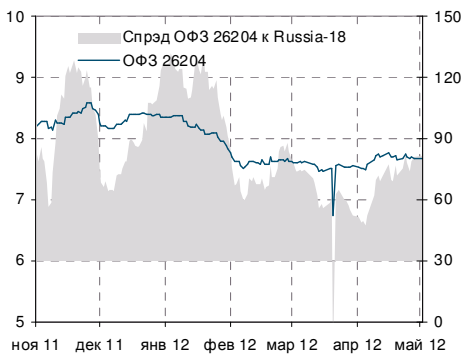


Спрэды в банковском секторе

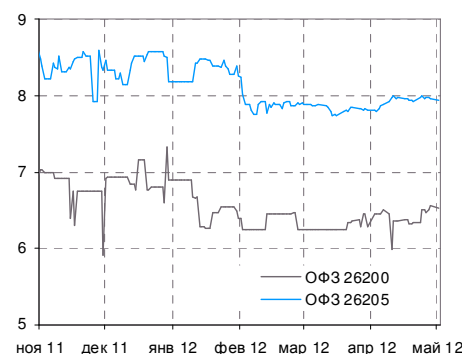


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

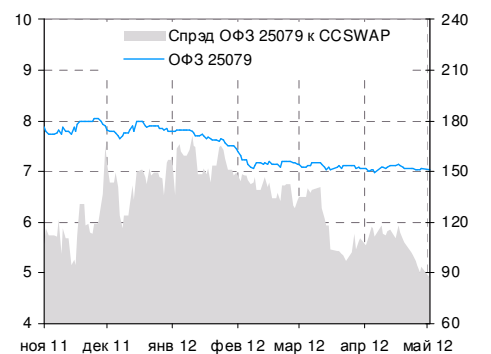
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

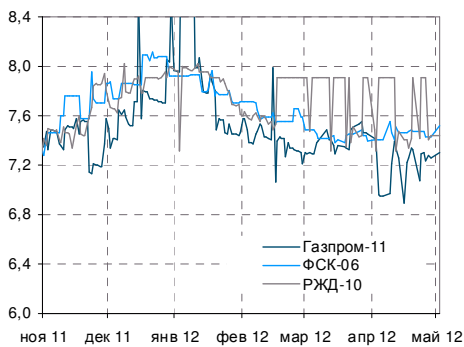


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

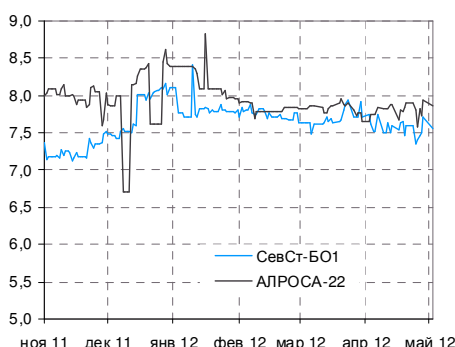


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

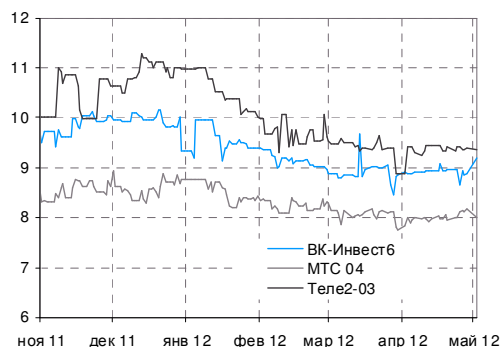
Доходности российских монополий



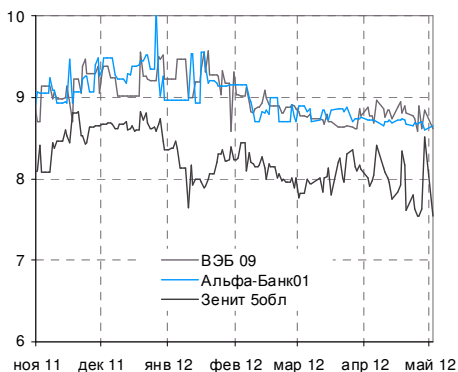
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



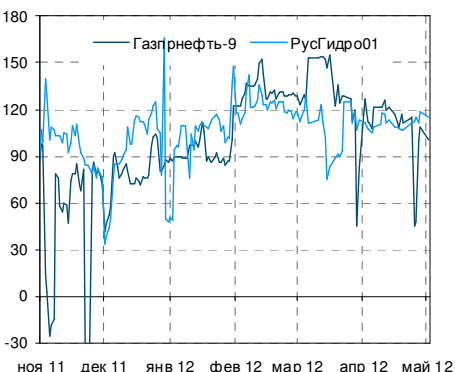
Доходности "Телекоммуникации"



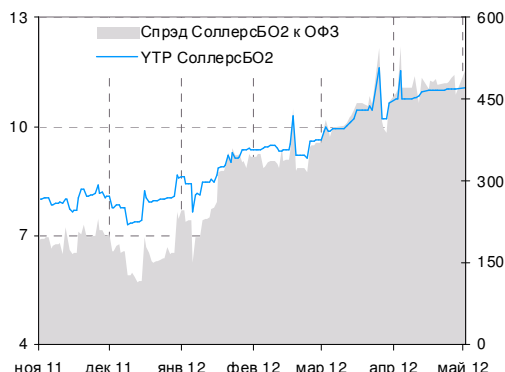
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

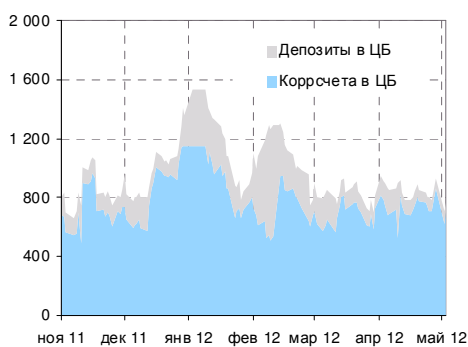


Облигации с текущей доходностью выше 10%

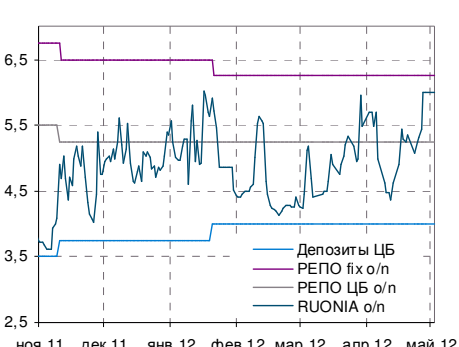


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

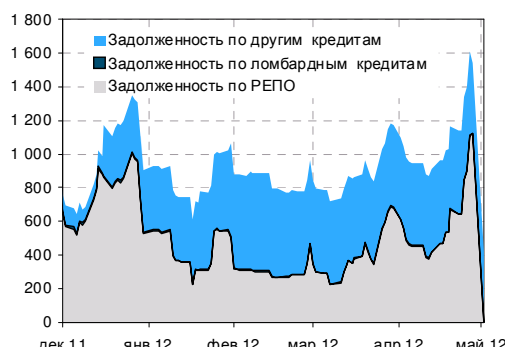
Динамика депозитов и остатков на корсчетах



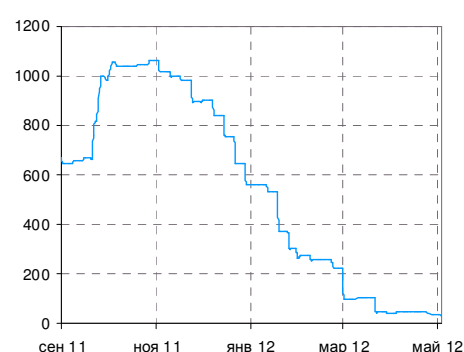
Динамика ставок денежного рынка



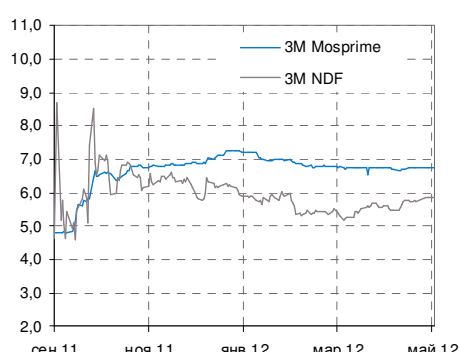
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



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 Волон, CFA

Volov_YM@nomos.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин

Lyamin_MY@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin_IA@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

**Телекоммуникации/
Потребсектор**

Евгений Голосной

Golosnoy_EA@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Александр Полютон

Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова

Fedotkova_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк рассматривают в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков банков в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не берут на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем, клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения НОМОС-БАНКА и Ханты-Мансийского банка. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не несут ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.