

## Конъюнктура рынков

### Внешние рынки

В понедельник инвесторы были под влиянием негативных новостей из Китая. Вместе с тем, заявление бывшего министра промышленности «Поднебесной», информация о высокой вероятности запуска программы помощи Греции и увеличении размера антикризисного фонда ЕС поддерживают рынки сегодня с утра.

### Российские еврооблигации

В сегменте российских еврооблигаций вчерашняя торговая сессия не отражала какого-то общего настроения участников, но в целом настроения были довольно позитивные, что позволило избежать значительных отрицательных переоценок.

### Рублевые облигации

Сегмент рублевых долговых бумаг вчера был не особо выразителен. Среди ОФЗ нет очевидных «фаворитов», ожидания по ближайшим аукционам не отражают проявлений повышенного спроса инвесторов. В негосударственном секторе ситуация еще менее показательна: активность участников остается минимальной, при этом дополнительное давление на вторичку «планирует возобновить» снова актуализировавшееся первичное предложение.

### FX/Rates

За вчерашний день ситуация с ликвидностью несколько улучшилась благодаря тому, что ЦБ сохранил лимит по операциям прямого РЕПО на довольно высоком уровне, и участники воспользовались его предложением, хотя и не в полном объеме. На валютном рынке без существенных перемен, но есть курс на укрепление рубля. ЦБ предпочел оставить неизменной свою процентную пол

### Наши ожидания

Сегодня глобальные площадки отыгрывают итоги вчерашней встречи министров финансов стран ЕС, ключевым из которых является решение о запуске программы финансовой помощи Греции. Помимо этого довольно позитивные ожидания в отношении риторики сегодняшнего заседания FOMC, а также отчетов по розничным продажам в США.

Российские евробонды будут ориентироваться на внешние рынки, следовательно, есть достаточно шансов для положительных переоценок.

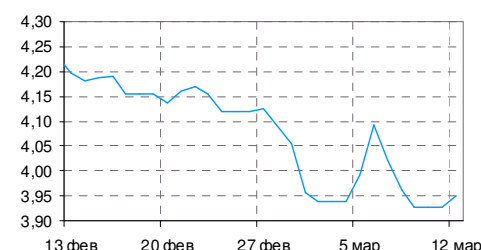
В рублевом сегменте перемены вряд ли возможны. Основное внимание к анонсу деталей завтрашнего аукциона по ОФЗ.

Локальный денежный рынок убедился в стабильности взглядов ЦБ, сохранившего базовые ставки неизменными, однако общая ситуация довольно напряженная – потребность в ресурсах велика, а основной ее провайдер пока лишь ЦБ. Для национальной валюты текущая ситуация с ликвидностью – драйвер для укрепления.

#### Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	3,95	2
CDS России	179	-2
MOSPRIME o/n	5,40	48
NDF 3M	5,43	16
	значение	изм
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	744,2	80
Остатки на депозитах, млрд руб.	95,5	2
Доллар / рубль (ЦБ), руб	29,60	-0,03
Корзина (ЦБ), руб	33,79	-0,06

#### Динамика доходности Russia-30



#### Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3M	0,47	0,0
ERIBOR 3M	0,88	-1,0
EUR/USD	1,31	
UST-10	2,03	0
Германия-10	1,76	-4
EFSF-10	3,03	-3
Италия - 10	4,90	8
Испания - 10	5,04	6
CDS 5Y Ирландия	624	4
CDS 5Y Португалия	1258	42
CDS 5Y Италия	379	7
CDS 5Y Испания	406	6
CDS 5Y Греция	25422	-1

#### Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	585,6	5
iTRAXX CEEMEA 5Y	265,6	0
iTRAXX SOVX WE 5Y	355,2	3

#### Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 26205	7,85	-2
ОФЗ 25077	7,25	-9
Газпром-11	7,40	-1
РЖД-10	7,28	-12
ФСК-6	7,43	1
РусГидро-1	8,49	9
МТС-04	8,03	2
Вк-Инвест6	8,81	-5
Северсталь-БО1	7,64	2
ВЭБ-09	8,72	-2
Альфа-Банк01	8,84	12

#### Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	6,93	0
Gazprom-37	6,14	-2
Sberbank-21	5,56	-2
AlfaBank-21	7,78	-3
Evraz-18	6,77	1
Vimpel-22	7,76	3
TNK-BP-18	4,46	-6

## Главные новости

**VimpelCom Ltd. предлагает рублевые бонды на 15 млрд руб.**

Оператор предлагает интересную доходность к вторичному рынку, в том числе компенсируя риски кредитного профиля на фоне облигаций конкурентов. Участие в размещении может представлять интерес ближе к нижней границе индикатива.

**Абсолют Банк: первичное предложение**

На фоне рисков со стороны материнской структуры и неоднозначные результаты деятельности эмитента за 2011 год, мы рекомендуем участвовать в займе ближе к верхней границе диапазона.

**МТС публикует результаты за 4 кв. и 2011 г. Неплохой год на фоне не очень сильного квартала**

В целом, отчетность компании была умеренно позитивной, несмотря на слабый квартал. Долговая нагрузка несколько возросла, но остается на приемлемом уровне, также как временная структура кредитного портфеля. Дальнейшие результаты оператора будут во многом зависеть от конкурентной ситуации в отрасли. Облигации малопривлекательны на текущих уровнях.

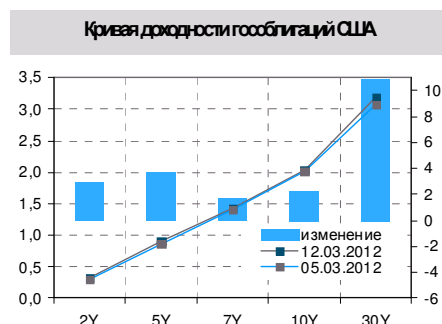
Вы можете подписаться на рассылку наших обзоров по электронной почте, либо на нашем сайте в интернете. Для этого Вам достаточно прислать заявку с указанием адреса электронной почты, на который Вы хотели бы получать аналитические материалы, на адрес [research@nomos.ru](mailto:research@nomos.ru) или, пройдя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

## Рыночная конъюнктура

### Внешние рынки

*В понедельник инвесторы были под влиянием негативных новостей из Китая. Вместе с тем, заявление бывшего министра промышленности «Поднебесной» и информация о высокой вероятности запуска программы помощи Греции, увеличении размера антикризисного фонда ЕС поддерживают рынки сегодня с утра.*

Первый день новой недели инвесторы завершали с довольно неоднозначными настроениями. Виной тому, как мы отмечали вчера, стал Китай, опубликовавший недостаточный, по мнению экспертов, рост экспорта за февраль, что в очередной раз создало повод для дискуссий на тему замедления самой быстроразвивающейся экономики. Несколько поддержать настроения участников торгов отчасти смогло высказывание бывшего министра промышленности КНР, который заявил, что ослабление производственного сектора страны в январе-феврале 2012 года было обусловлено сезонными факторами и правительственным контролем. Также, согласно его прогнозу, в марте-апреле промпроизводство КНР увеличится.



Конечно же, основной новостью, которая поддерживает рынки сегодня с утра, стала информация о том, что министры финансов еврозоны практически одобрили запуск пакета второй программы для Греции. Ключевым для инвесторов, по нашему мнению, является информация о том, что Евросоюз в течение 2012-2013 годов продолжит вливания в греческую экономику. Так, Ж.-К. Юнкер назвал объем поддержки в 130 млрд евро за два года беспрецедентным. Глава Еврогруппы также заявил: он и Комиссар ЕС Олли Рен выразили уверенность, что до конца марта европейские политики примут решение об увеличении емкости антикризисного фонда ЕС. Безусловно, решение несет в себе факт отсутствия ослабления проблем стран Европ, однако у правительства еврозоны для увеличения поддержки есть еще возможности, и это вселяет определенный оптимизм.

Вчерашний аукцион шестимесячных бумаг Германии отражал весомый спрос на обязательства самой прочной экономики Европы. Так, доходность бумаг была ниже предыдущего аукциона. Покупки вчера также были в португальских бумагах, а итальянские который день подряд оставались без спроса, что было обусловлено информацией о четвертой рецессии страны, начиная с 2001 года.

В США инвесторы для принятия своих решений в основном пользовались новостями из «Старого Света» и Азии. Из локальных данных можно отметить публикацию размеров дефицита бюджета за февраль, который оказался выше предыдущего значения и прогнозов. Однако все же американцы завершили день преимущественно в плюсе, хотя существенного изменения в доходностях казначейских бумаг не было – UST-10 закончили день на уровне 2,03% как и днем ранее.

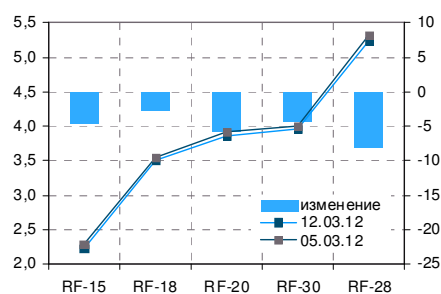
*Игорь Голубев*

### Российские еврооблигации

*В сегменте российских еврооблигаций вчерашняя торговая сессия не отражала какого-то общего настроения участников, но в целом настроения были довольно позитивные, что позволило избежать значительных отрицательных переоценок.*

В сегменте еврооблигаций торги понедельника характеризовались достаточно неоднородной динамикой. В сегменте суверенных бумаг бенчмарк Russia-30 практически весь день котируется в диапазоне 119,8125% - 120,0% (YTM 3,95% - 3,92%), находясь ближе к верхней

Кривая доходности гособлигаций России



границе ценового диапазона при открытии и при закрытии. Что касается вечерней динамики не только госбумаг, но и остальных евробондов, отметим, благоприятные настроения, которые во многом были обусловлены ожиданиями позитивных итогов проходившей вчера очередной встречи министров финансов ЕС.

В негосударственных евробондах сложно выделить основные приоритеты вчерашнего дня. Из наиболее ярких ценовых движений обозначим покупки в бумагах ВымпелКом-17, обеспечившие положительную переоценку на 50 б.п. на фоне относительной стабильности в других «родственных» выпусках за исключением ВымпелКом-22, где продажи сместили котировки вниз на 25 б.п.

В фазе фиксации прибыли находились также бумаги Евраза, Совкомфлота, Алросы (вероятно, после анонса ее планов по размещению нового выпуска ЕСР). В выпусках Газпрома также не было общей динамики: так, при фиксации на среднесрочной дюрации (Газпром-19) продолжались покупки на «длинном конце» — в Газпром-37.

Среди выпусков, в отношении которых в течение всего дня был спрос, обозначим бумаги Лукойла, особенно длинные Лукойл-20 и Лукойл-22, а также МТС-20. В среднем по этим бумагам цены выросли на 25-50 б.п.

*Ольга Ефремова*

### Рублевые облигации

Сегмент рублевых долговых бумаг вчера был не особо выразителен. Среди ОФЗ нет очевидных «фаворитов», ожидания по ближайшим аукционам не отражают проявлений повышенного спроса инвесторов. В негосударственном секторе ситуация еще менее показательна: активность участников остается минимальной, при этом дополнительное давление на вторичку «планирует возобновить» снова актуализировавшееся первичное предложение.

В понедельник торги выглядели ярче относительно предыдущих с точки зрения масштабов сделок, но не в части ценовых колебаний. Здесь приходится констатировать сохраняющийся «боковик».

В сегменте ОФЗ особо никто не выделяется значительными положительными переоценками, за исключением, пожалуй, бумаг серии 26205 и новой серии 26208. За вчерашний день их средневзвешенные котировки прибавили 10-15 б.п.

В негосударственных бумагах динамика торгов остается смешанной, не позволяя четко обозначить, в какой фазе находится сегмент.

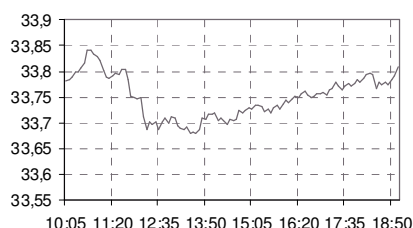
На новости о планах ВымпелКома по размещению новых бумаг из его торгующихся выпусков ярче остальных отреагировал бонд ВК-Инвест7, где после спонтанных продаж котировки обвалились чуть ли не на 2%, но, как мы полагаем, ситуация в ближайшее время выровняется в сторону более адекватных оценок. В то же время обозначенные ориентиры по доходности на три года (9,46% — 9,99%), похоже, стали поводом для покупок самых длинных бумаг МТС-7, тем самым отражая необходимость наличия спреда между доходностями сотовых операторов не менее 50 б.п. В остальном же вторичный рынок оставался довольно не выразительным с точки зрения произошедших переоценок. И, как мы полагаем, в ближайшей перспективе он таким и будет оставаться по причине того, что опять постепенно набирает свою активность первичный сегмент.

*Ольга Ефремова*

### Forex/Rates

За вчерашний день ситуация с ликвидностью несколько улучшилась благодаря тому, что ЦБ сохранил лимит по операциям прямого РЕПО на довольно высоком уровне, и участники воспользовались его предложением, хотя и не в полном объеме. На валютном рынке без существенных перемен, но есть курс на укрепление рубля. ЦБ предпочел оставить неизменной свою процентную политику.

Динамика бивалютной корзины



За вчерашний день статистика по остаткам на счетах и депозитах в ЦБ гораздо лучше, чем в воскресенье, однако здесь значительный вклад обеспечен за счет ресурсов привлеченных от ЦБ на аукционе прямого РЕПО (при лимите в 90 млрд руб. объем заключенных сделок по итогам двух сессий составил 83,5 млрд руб.).

Что касается динамики ставок, то они более явно отражают возрастающие потребности в рублевых ресурсах, так Mosprime o/n за вчерашний день «подтянулась» к отметке 5,4% с 4,92% днем ранее.

При таком развитии событий остается серьезная потребность в дополнительной ликвидности, основным провайдером которой, похоже, будет ЦБ («помощь» Минфина также приветствуется, но его ресурсная база гораздо слабее — на очередном сегодняшнем аукционе по размещению бюджетных средств будет предложено лишь 10 млрд руб. и всего до 12 апреля этого года).

Отслеживая динамику валютного рынка, можно констатировать, что при текущей ситуации с ликвидностью надвигающиеся расчеты с фондами, а затем и налоги (уже в следующий вторник выплаты по НДС) служат серьезным фактором поддержки не только относительной стабильности рубля, но и способны стать драйвером для его укрепления.

Вчера рубль находился под давлением неоднородного внешнего фона, в результате чего к закрытию его стоимость и к доллару, и к евро снижалась до 29,64 руб. (+12 коп.) по доллару и до 38,9 руб. (+8 коп.) по евро. Бивалютная корзина подорожала за день более, чем на 10 коп. — до 33,81 руб.

В то же время с началом сегодняшних торгов можно наблюдать укрепление рубля относительно доллара до 29,50 руб., при этом корзина утром котируется около отметки 33,70 руб.

Сегодняшнее заседание ЦБ по ставкам не принесло перемен — регулятор обозначил текущую довольно низкую инфляцию, но все же предпочел ориентироваться на среднесрочные прогнозы по ней, поскольку сохраняется вероятность ее ускорения во второй половине года, в том числе и по причине запланированного повышения тарифов.

### Наши ожидания

Сегодня глобальные площадки отыгрывают итоги вчерашней встречи министров финансов стран ЕС, ключевым из которых является решение о запуске программы финансовой помощи Греции. Помимо этого довольно позитивные ожидания в отношении риторики сегодняшнего заседания FOMC, а также отчетов по розничным продажам в США.

Российские евробонды будут ориентироваться на внешние рынки, следовательно, есть достаточно шансов для положительных переоценок.

В рублевом сегменте перемены вряд ли возможны. Основное внимание к анонсу деталей завтрашнего аукциона по ОФЗ.

Локальный денежный рынок убедился в стабильности взглядов ЦБ, сохранившего базовые ставки неизменными, однако общая ситуация довольно напряженная — потребность в ресурсах велика, а основной ее провайдер пока лишь ЦБ. Для национальной валюты текущая ситуация с ликвидностью — драйвер для укрепления.

*Ольга Ефремова*



## Календарь событий

### Долговой рынок

- 13 марта Размещение: ВЭБ, 21  
16 марта Размещение: БАНК УРАЛСИБ, 04

### Внешний долговой рынок

- 13 марта Размещение UST-10 на 21 млрд долл. (ранее выкупленных)  
Размещение векселей Италии на 92 дня – на 3,5 млрд евро, на 364 дня – на 8,5 млрд евро  
Размещение госбумаг Италии с погашением в 2015 году на 5 млрд евро, с погашением в 2019 году – на 1 млрд евро
- 14 марта Размещение UST-30 на 13 млрд долл. (ранее выкупленных)
- 15 марта Размещение госбумаг Испании с погашением в 2015, 2016 и 2018 годах.  
Размещение госбумаг Франции с погашением в 2014, 2016 и 2017 годах.

### Денежный рынок

- 13 марта Ломбардный аукцион сроком на 1 неделю.
- 14 марта Возврат с депозитов Минфину 10 млрд руб.  
Возврат Фонду ЖКХ 3,5 млрд руб. с депозитов (от 15 декабря 2011 года)  
Погашение по ломбардному аукциону ЦБР от 6 марта 2012 года
- 15 марта Депозитный аукцион ЦБР на срок 1 месяц  
Уплата страховых взносов в фонды
- 16 марта Погашение по депозитному аукциону ЦБР от 16 февраля 2012 года

### Макроэкономические события

- 13 марта Заседания Совета директоров ЦБ России по ставкам.  
Индикаторы экономического сентимента в ЕС и Германии за март  
Решение FOMC по базовой ставке
- 14 марта CPI за февраль по ЕС
- 15 марта Ежемесячный отчет ЕЦБ  
PPI в США за февраль
- 16 марта CPI в США за март

### Корпоративные события

- 13 марта VimpelCom Ltd.: отчетность за 4 кв. и весь 2011 год (US GAAP)
- 14 марта ЛУКОЙЛ: день инвестора, презентация долгосрочной стратегии развития

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

## Новости коротко

### Макроновости

- Совет директоров Банка России 13 марта 2012 года принял решение оставить без изменения уровень ставки рефинансирования и процентных ставок по операциям Банка России.
- Минфин РФ 13 марта 2012 года проведет аукцион по размещению средств федерального бюджета на банковские депозиты. Максимальный объем средств, предложенных к размещению составляет 10 млрд руб. Дата внесения депозитов - 14 марта 2012 года, дата возврата депозитов - 11 апреля 2012 года.

### Долговые рынки

- **ОАО «ХК «МЕТАЛЛОИНВЕСТ»** открыло книгу заявок на облигации серии 01 объемом в 5 млрд руб. и серии 05 объемом 10 млрд руб.. Закрытие книги запланировано на 17.00 мск 15 марта 2012 г. Напомним, что ранее предполагалось, что эмитент будет размещать лишь выпуск серии 05. Наш комментарий к размещению [http://nomos.ru/upload/iblock/57a/primary\\_02032012.pdf](http://nomos.ru/upload/iblock/57a/primary_02032012.pdf)

## Главные новости

### VimpelCom Ltd. предлагает рублевые бонды на 15 млрд руб.

*Оператор предлагает интересную доходность к вторичному рынку, в том числе компенсируя риски кредитного профиля на фоне облигаций конкурентов. Участие в размещении может представлять интерес ближе к нижней границе индикатива.*

**Событие.** Вчера российская «дочка» группы VimpelCom Ltd. – ОАО «ВымпелКом» (Ba3/BB/-) сообщила, что планирует 15-16 марта 2012 г. провести сбор заявок на 10-летние облигации серии 04 объемом 15 млрд руб. Ориентир ставки 1 купона составляет 9,25-9,75% годовых, что соответствует доходности 9,46-9,99% годовых к 3-летней оферте. Размещение бумаг на ММВБ предполагается 20 марта. Выпуск соответствует требованиям Ломбарда ЦБ.

**Комментарий.** Кредитный профиль VimpelCom Ltd. довольно хорошо известен «рынку», особенно учитывая пристальное внимание инвестсообщества к компании после сделки с Wind Telecom. Напомним, после ее закрытия компания кардинальным образом поменяла свой бизнес-профиль, войдя в пятерку крупнейших в мире сотовых операторов, но платой за это стал заметный рост долговой нагрузки (2,4х – Чистый долг/EBITDA на конец сентября 2011 г.), а также появление дополнительных финансовых рисков, существенным из которых является возможная национализация алжирского оператора Djezzy (обеспечивает свыше 10% EBITDA группы). Кроме того, большая часть бизнеса VimpelCom Ltd. (более 30%) теперь приходится на «проблемные» страны (в первую очередь Италию), а на ключевом российском рынке оператор уступил позиции ближайшим конкурентам.

Но нельзя не отметить череду новостей, относящихся в той или иной степени к сделке с Wind Telecom, которые, на наш взгляд, создают положительный фон вокруг кредитного профиля VimpelCom Ltd. Так, в начале года стало известно о подписании с алжирскими властями первого официального документа (необязывающего меморандума) относительно возможных условий национализации Djezzy (менеджмент намерен добиваться приемлемой цены в 5-7 млрд долл.). Совсем недавно была завершена процедура выделения активов Orascom Telecom Holding, не вошедших в сделку с Wind Telecom. Напомним, согласно договоренностям, если данные активы остались бы в составе VimpelCom Ltd., то оператор должен был выплатить за них 770 млн долл. Несколько снизился «градус напряжения» между конфликтующими акционерами VimpelCom Ltd. (Telenor и Altimo), после того как Telenor удалось увеличить количество голосующих акций (купив их у Н.Савириса) и тем самым восстановить равновесие в компании.

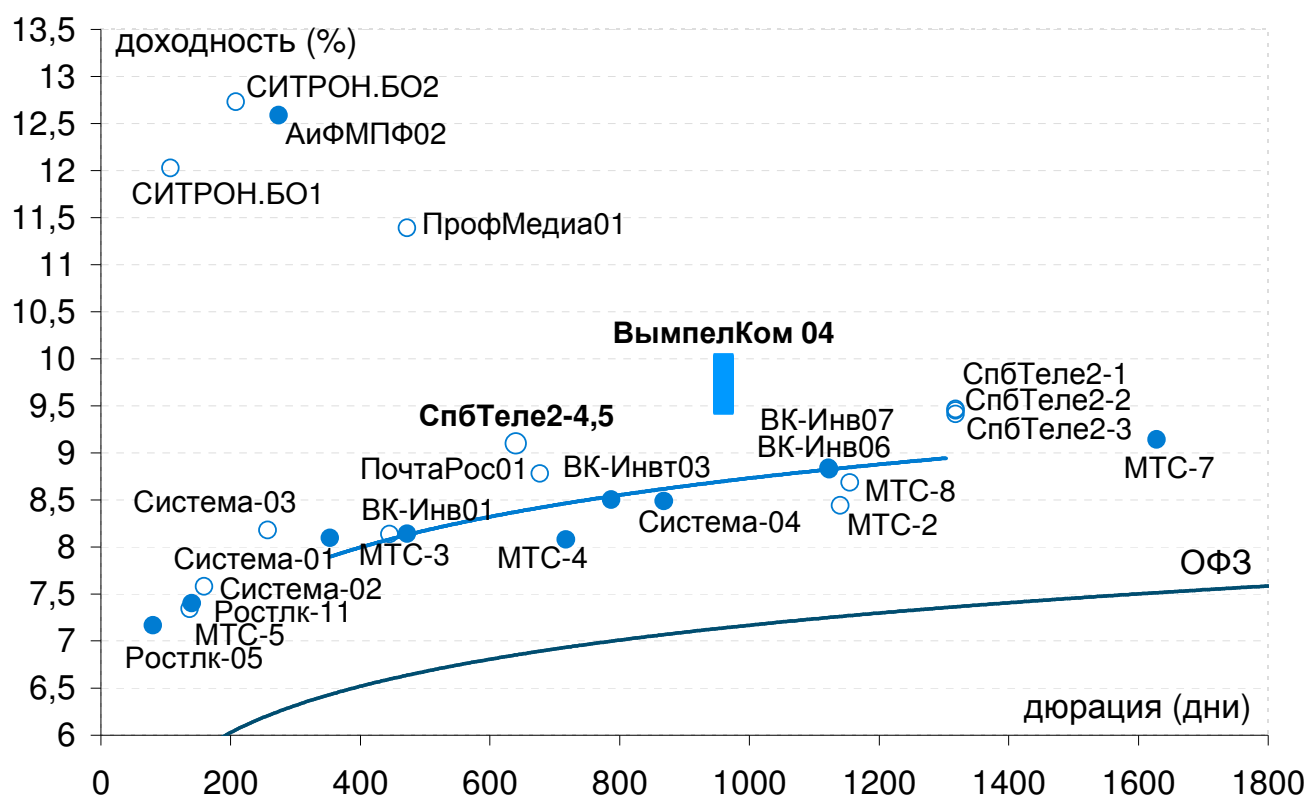
Отметим, что наиболее актуальная консолидированная отчетность VimpelCom Ltd. была представлена по итогам 9 мес. 2011 г. (см. наш комментарий: [http://www.nomos.ru/upload/iblock/879/NOMOS\\_daily\\_debt\\_markets\\_15112011.pdf](http://www.nomos.ru/upload/iblock/879/NOMOS_daily_debt_markets_15112011.pdf)), но уже сегодня компания обнародовала финансовые результаты за 4 кв. и весь 2011 г., которые могут повлиять на настроения инвесторов при размещении рублевых облигаций оператора.

Что касается индикатива доходности первичного предложения «ВымпелКома», то он несет неплохую премию к вторичному рынку – свыше 70-80 б.п. к кривой доходности облигаций ВК-Инвест, что соответствует спреду к кривой ОФЗ более 240 б.п. Кроме того, новые бумаги

дают весьма достойную компенсацию (около 90-140 б.п.) за разницу в кредитных метриках к обращающимся облигациям МТС-2 (YTM 8,4%/1140 дн.) и МТС-8 (YTP 8,7%/1155 дн.). Интересно, что максимальный спрэд между рублевыми облигациями МТС и ВК-Инвест (на схожем отрезке дюрации) после сделки VimpelCom Ltd. с Wind Telecom достигал 200 б.п. (в сентябре-октябре 2011 г.), поэтому предложенная премия к бумагам МТС при текущих условиях, на наш взгляд, выглядит неплохо. В то же время, для сравнения, на евробондах действующий спрэд между длинными выпусками VimpelCom-21 (YTM 7,86%/2356 дн.), VimpelCom-22 (YTM 7,85%/2579 дн.) и MTS-20 (YTM 6,25%/2220 дн.) традиционно шире, чем на рублевых бондах и составляет порядка 130-150 б.п.

Вместе с тем, по нашим подсчетам, альтернативу новым рублевым облигациям ВымпелКома могут составить долларовые евробонды компании схожей срочностью, как VimpelCom-16 (YTM 5,86%/1289 дн.) и VimpelCom-16-2 (YTM 5,64%/1254 дн.). В то же время нужно учитывать, что волатильность еврооблигаций существенно выше, чем у рублевых бумаг, а операции с валютой связаны с весомыми рисками. На этом фоне новое предложение на российском рынке является вполне интересным, в том числе в сравнении с итогами размещения двух выпусков Теле2, которое прошло с доходностью 9,1% годовых к ofercie через 2 года.

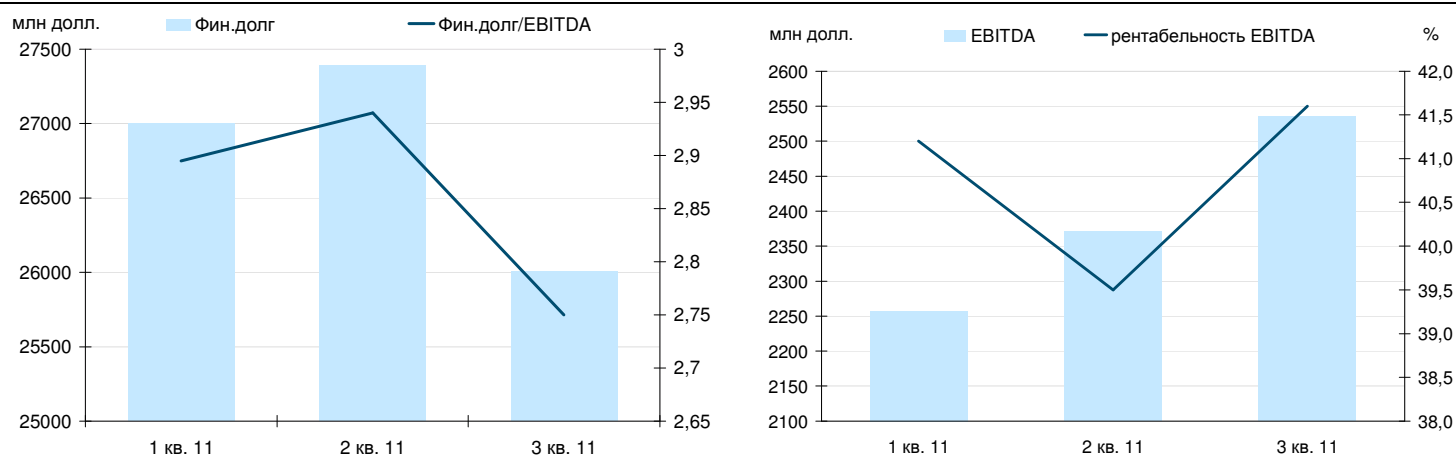
График доходности облигаций телекоммуникационного сектора



Источники: ММВБ, данные компании



## Динамика финансовых показателей VimpelCom Ltd. (МСФО)



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Александр Полютов**Абсолют Банк: первичное предложение**

На фоне рисков со стороны материнской структуры и неоднозначные результаты деятельности эмитента за 2011 год, мы рекомендуем участвовать в займе ближе к верхней границе диапазона.

**Событие.** Абсолют Банк 21 марта планирует открыть книгу заявок на облигации серии БО-02. К размещению предлагается 3 млрд руб. при номинальном объеме выпуска 5 млрд руб. Ориентир ставки купона обозначен на уровне 9,25-9,50%, что соответствует доходности к оферте через 1 год на уровне 9,46-9,73% годовых. Заккрытие книги – 22 марта, размещение на ММВБ должно пройти 26 марта.

**Комментарий.** Напомним, что Абсолют Банк – розничный банк, «дочка» бельгийской KBC (A2/ BBB+/A-). Среди «плюсов» эмитента – высокий уровень достаточности собственных средств (TCAR 24,8%), невысокая долговая нагрузка и объем «подушки ликвидности» (денежные средства и ценные бумаги) порядка 24 млрд руб. или 21% активов на конец 2011 года. Кроме того нельзя не отметить, что текущий год банк закончил с прибылью в размере 2,5 млрд руб. против убытка в 256 млн руб. годом ранее. «Ложкой дегтя» здесь выступает тот факт, что в основном это было достигнуто роспуском резервов. Насколько оправдан данный шаг – сложно сказать, поскольку данные по уровню NPL банк на конец 2011 года не предоставил.

Среди ключевых «минусов» - долгосрочная структура кредитного портфеля, что объясняется высокой долей ипотеки (43%), довольно высокий уровень «неработающих кредитов» - NPL (90+) 13,5% на конец 1 полугодия 2011 года (более поздние данные, как мы уже отметили, отсутствуют) и зависимость от материнского фондирования, доля которого в обязательствах превышает 54%). Обращаем внимание, что соотношение Loans / Customer accounts находится на достаточно высоком уровне 1,7х.

Последнее важно, поскольку, во-первых, в планах у Группы KBC нет увеличения объема вложений, поэтому фондирование для дальнейшего развития Банку придется искать самостоятельно. При этом мы второй год подряд наблюдаем сокращение объема кредитования (gross), хотя в 2011 году он уже не был столь ярко выражен. Во-вторых, согласно стратегии KBC Bank, Абсолют Банк считается неосновным активом и будет продан до 2014-2015 годов. Соответственно, кроме вопроса с фондированием в перспективе добавляются риски смены мажоритарного акционера, которые, тем не менее, смягчаются срочностью оферты – 1 год.

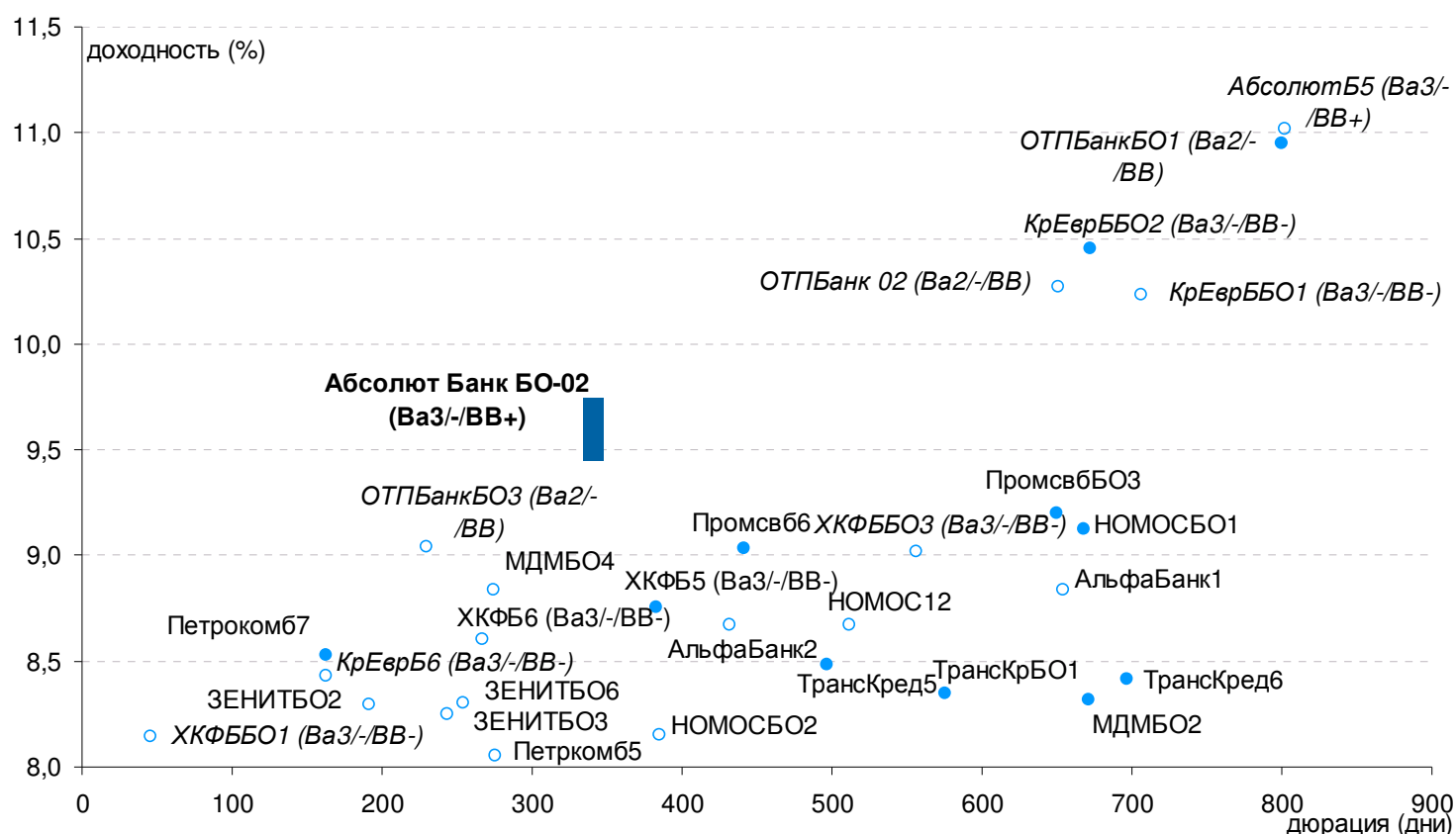
Отметим, что в настоящее время на рынке обращается всего один выпуск облигаций серии 05, который в настоящее время торгуется с доходностью около 11% к оферте в августе 2014 года. На наш взгляд, с учетом озвученных рисков предлагаемый короткий выпуск смотрится интереснее. Однако не может не смущать тот факт, что материнская компания закончила 3 квартал 2011 года с убытком порядка 1,6 млрд евро., при совокупной прибыли за первые два квартала порядка 1,2 млрд евро. Итоги 2011 года в целом еще не представлены. На фоне этого, несмотря на ограниченность предложения со стороны Абсолют-Банка, мы рекомендуем участвовать в займе ближе к верхней границе диапазона. Так, премия к ХКФ-Банку (Ba3/-/BB-) составит на этом уровне порядка 100 б.п.

## Консолидированные финансовые показатели Абсолют Банка (МСФО)

Абсолют Банк (МСФО)						
Рейтинги	Ba3 / - / BB+					
Место в ранжировке по активам (на 1 января 2012г)	39					
"Материнская" компания	KBC Group					
Moody's / S&P / Fitch	A2 / BBB+ / A-					
Активы (на 01.10.2011)	305 млрд евро					
Местонахождение ГО	Бельгия					
Балансовые показатели, млрд руб.	2009	2010	Изменение к 2009г.	1H 2011	2011	Изменение к 2010г.
ASSETS	130,0	109,4	-16%	n/a	112,8	3%
Cash and cash equivalents	10,5	14,9	42%	n/a	18,7	25%
% assets	8,1%	13,6%	---	n/a	17%	2,9%
Loans	90,9	70,7	-22%	n/a	68,9	-3%
Loans (gross)	103,3	81,7	-21%	76,7	76,1	-7%
% assets	69,9%	64,6%	---	n/a	61%	-4%
NPL (>90дн.)	14,0%	16,8%	2,8%	13,5%	n/a	n/a
allowance for loan impairment	12,0%	13,5%	---	n/a	9%	-4,0%
Loans / Customer accounts	1,9	1,9	---	n/a	1,7	-0,2
EQUITY	13,3	13,0	-2%	n/a	16,6	27%
% assets	10,2%	11,9%	---	n/a	15%	2,8%
Total Capital Adequacy Ratio	15,9%	17,2%	---	20,5%	24,8%	7,6%
Показатели прибыльности, млрд руб.	2009	2010	Изменение к 2009г.	1H 2011	2011	Изменение к 2010г.
Net interest income	7,5	4,8	-36%	2,3	4,9	---
Fee and commission income (net)	0,6	0,7	31%	n/a	0,8	---
Provisions charge for loan impairment	-8,6	-0,9	-90%	n/a	1,7	---
General Administrative expenses	-4,7	-4,9	6%	-2,5	-5,0	---
Profit for the year	-5,0	-0,2	-96%	1,6	2,5	---
Качественные показатели деятельности	2009	2010	Изменение к 2009г.	1H 2011	2011	Изменение к 2010г.
RoAA	отриц.	отриц.	---	n/a	5%	---
RoAE	отриц.	отриц.	---	n/a	17%	---
Cost / Income	54%	87%	33%	n/a	85%	---
NIM	6,3%	4,8%	-2%	5,6%	5,6%	---

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

## Доходности бумаг эмитентов финансового сектора



Елена Федоткова

### МТС публикует результаты за 4 кв. и 2011 г. Неплохой год на фоне не очень сильного квартала.

В целом, отчетность компании была умеренно позитивной, несмотря на слабый квартал. Долговая нагрузка несколько возросла, но остается на приемлемом уровне, также как временная структура кредитного портфеля. Дальнейшие результаты оператора будут во многом зависеть от конкурентной ситуации в отрасли. Облигации малопривлекательны на текущих уровнях.

**Событие.** Вчера МТС опубликовали финансовые результаты за 4 кв. и весь 2011 г. по US GAAP.

**Комментарий.** Квартальные цифры МТС вряд ли можно назвать сильными: падение выручки кв-на-кв. составило 9%, EBITDA - 11%. Руководство МТС заявило, что компания сознательно пошла на некоторое снижение выручки для того, чтобы повысить рентабельность. Вместе с тем, годовые показатели МТС были «в плюсе» по всем статьям: 9% по выручке, 6% – по EBITDA (EBITDA margin 41,9%) и 5% – по чистой прибыли. Т.е., можно сказать, что в целом отчетность компании была умеренно позитивной, несмотря на слабый квартал.

По оценкам руководства МТС, темпы роста выручки компании в ближайшие несколько лет могут составить 5-7%, рентабельность по EBITDA 40-42%, а капвложения в 2012 г. будут на уровне предыдущего (около 20-22% от выручки) с последующим снижением до 15-18%, т.к. этот год, возможно, будет последним годом активных инвестиций в обновление сети и ее подготовку к запуску LTE.

Как видно, это уже не двузначные темпы роста как раньше, и теперь главный вопрос состоит в том, насколько успешно компания будет поддерживать их на текущем уровне или пытаться превзойти. Возможности для роста выручки остались в основном в мобильном ШПД.

Существует неплохой потенциал для сохранения маржи на текущих уровнях, однако, реализация этих возможностей будет, по нашему мнению, зависеть не только от степени эффективности действий менеджмента (компания уже предприняла ряд мер в этом направлении в виде сокращения субсидирования продаж оборудования, пересмотра отношений с дилерами, попыток совместного использования инфраструктуры с другими операторами и т.д.), но и от конкурентной ситуации. Гарантий того, что она вновь не обострится, не может дать никто.

Что касается долговой нагрузки, то за 2011 г. она несколько возросла, но оставалась на приемлемом уровне: соотношение Долг/EBITDA составило 1,7х против 1,5х в 2010 г., Чистый долг/EBITDA – 1,3х против 1,2х соответственно. Данный рост был в основном связан с увеличением размера долга, который возрос за год на 21,7% до 8,7 млрд долл. При этом график погашения остается достаточно сбалансированным, в частности в 2012 г. компании предстоит рефинансировать 1,16 млрд долл. (13,3% всего долга). Существенных рисков для исполнения обязательств мы не видим, в том числе с учетом других потребностей оператора (дивиденды могут составить 0,9-1,0 млрд долл., инвестпрограмма ожидается в размере 2,6-2,9 млрд долл.), поскольку по итогам 2011 г. на счетах МТС находились денежные средства на сумму 1,85 млрд долл., а операционный денежный поток был достаточно стабильным (3,85 млрд долл.).

Опубликованные результаты МТС вряд ли окажут существенное влияние на котировки бумаг компании, а их текущие уровни доходности выглядят малопривлекательными (как рублевые облигации, так и евробонд MTS-20 (YTM 6,22%/2218 дн.)). В то же время небольшую премию (около 10 б.п.) предлагает рублевый выпуск МТС-8 (YTP 8,55%/1153 дн.) к облигациям МТС-2 (YTM 8,47%/1139 дн.).

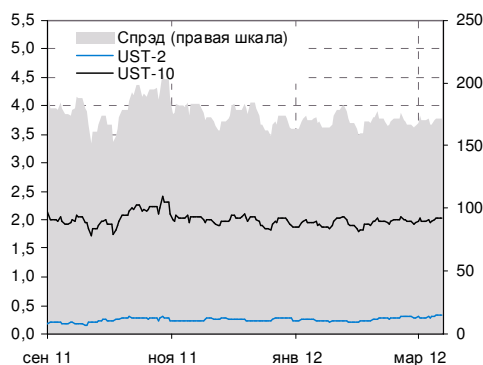
	3Q11	4Q11	4Q11оц	Кв-на-Кв	2010	2011	Г-на-Г
<b>Выручка</b>	<b>3,275</b>	<b>2,982</b>	<b>3,019</b>	<b>-9%</b>	<b>11,293</b>	<b>12,319</b>	<b>9%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,442</b>	<b>1,281</b>	<b>1,253</b>	<b>-11%</b>	<b>4,863</b>	<b>5,163</b>	<b>6%</b>
<i>EBITDA margin</i>	<i>44.0%</i>	<i>43.0%</i>	<i>41.5%</i>		<i>43.1%</i>	<i>41.9%</i>	
<b>Чистая прибыль</b>	<b>362</b>	<b>393</b>	<b>321</b>	<b>9%</b>	<b>1,381</b>	<b>1,444</b>	<b>5%</b>
<i>margin</i>	<i>11.0%</i>	<i>13.2%</i>	<i>10.6%</i>		<i>12.2%</i>	<i>11.7%</i>	
<b>Долг</b>					<b>7,161</b>	<b>8,715</b>	<b>21,7%</b>
<i>краткосрочный</i>					<i>0,757</i>	<i>1,155</i>	<i>52,3%</i>
<i>долгосрочный</i>					<i>6,404</i>	<i>7,560</i>	<i>18,1%</i>
<b>Чистый долг</b>					<b>5,899</b>	<b>6,778</b>	<b>14,9%</b>
<b>Долг/EBITDA</b>					<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	
<b>Чистый долг/EBITDA</b>					<b>1,2</b>	<b>1,3</b>	
<b>Абонентов, млн.</b>	<b>101.9</b>	<b>101.2</b>	<b>100.9</b>	<b>-1%</b>	<b>103.3</b>	<b>101.2</b>	<b>-2%</b>
<b>Средневзвеш. ARPU, \$</b>	<b>8.4</b>	<b>7.8</b>	<b>7.9</b>	<b>-8%</b>	<b>7.4</b>	<b>7.9</b>	<b>6%</b>
MOU	345	357	361	3%	310	338	9%
ARPU, центов	2.4	2.2	2.2	-11%	2.4	2.3	-3%
<b>ARPU, Россия, \$</b>	<b>9.9</b>	<b>9.1</b>	<b>9.3</b>	<b>-8%</b>	<b>8.3</b>	<b>9.3</b>	<b>12%</b>
<b>ARPU, Украина, \$</b>	<b>5.3</b>	<b>4.9</b>	<b>4.9</b>	<b>-8%</b>	<b>4.8</b>	<b>4.9</b>	<b>2%</b>

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

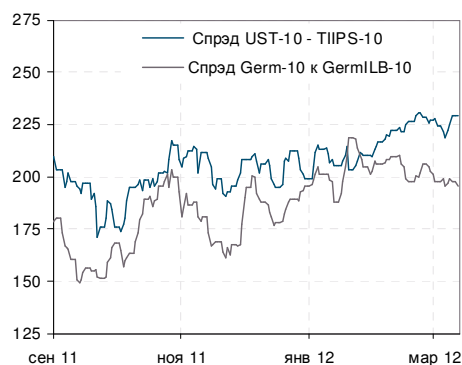
Евгений Голосной  
Александр Полютов

## ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

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



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



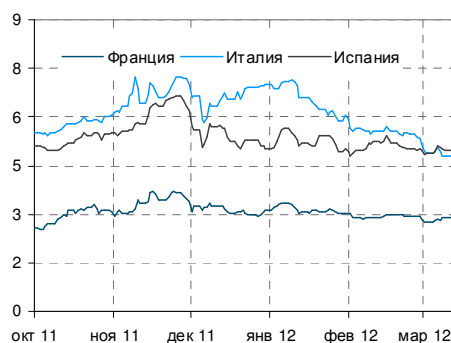
10-летние бумаги Германии и EFSF-10



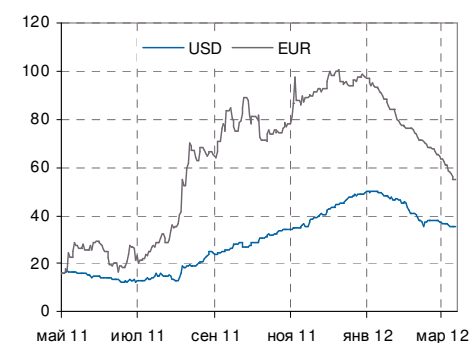
Спреды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

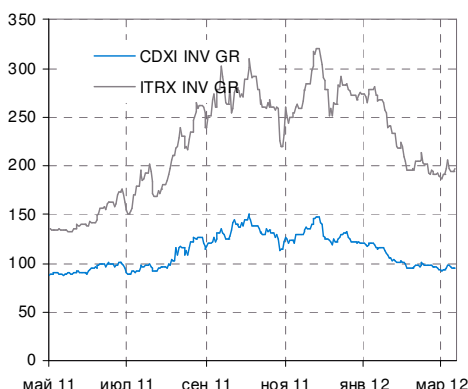


Спред 3М LIBOR и 3М OIS

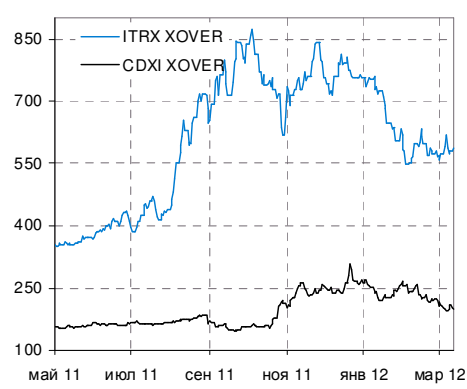


## ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

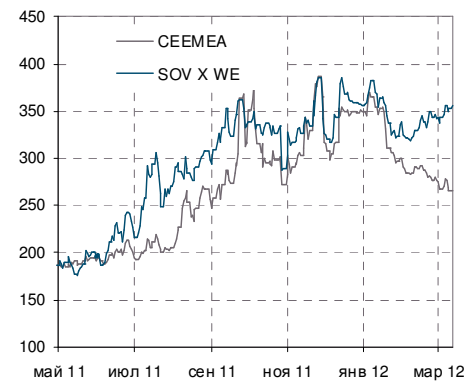
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX /Cross-Over

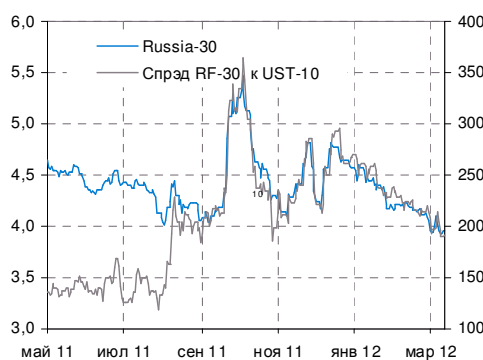


ITRX / Governments

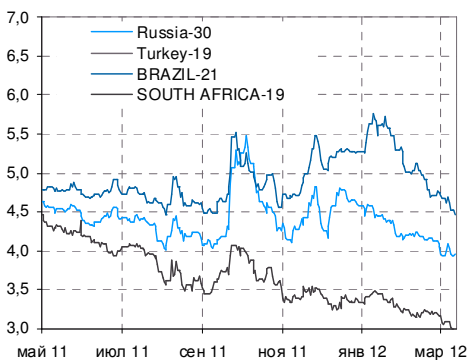


## РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

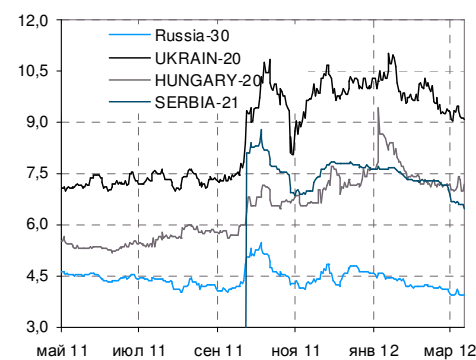
Спред Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets



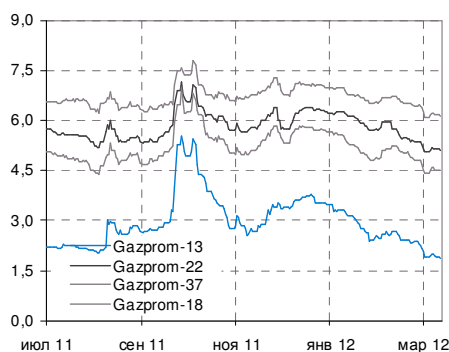
Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы



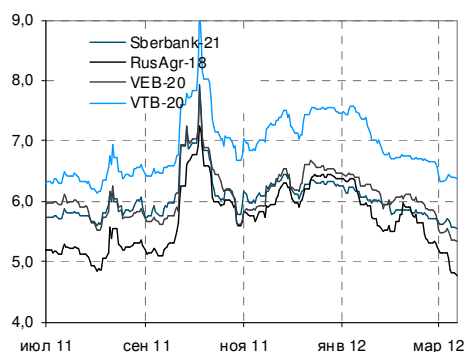


## РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

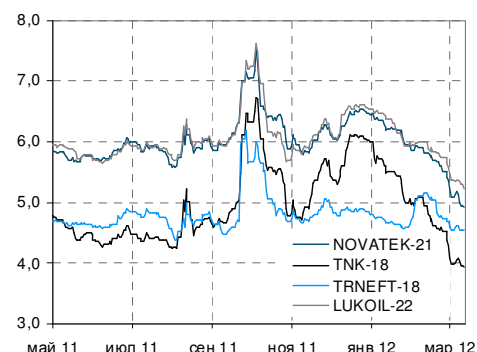
Еврооблигации Газпрома



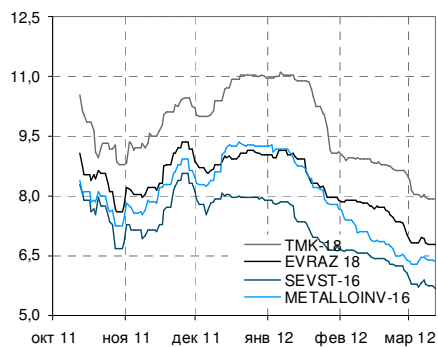
Евробонды госбанков



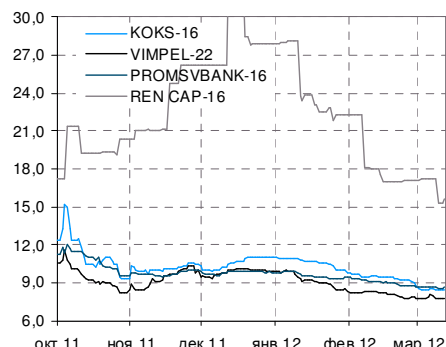
Еврооблигации нефтегазового сектора



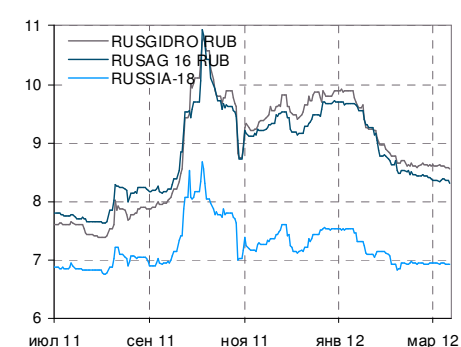
Еврооблигации металлургического сектора



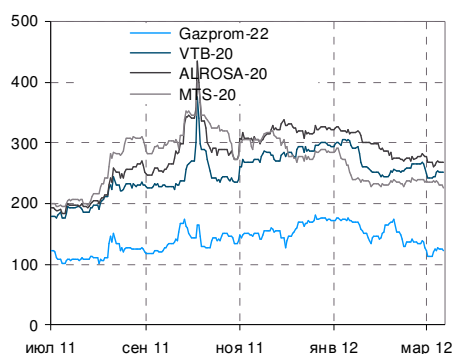
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



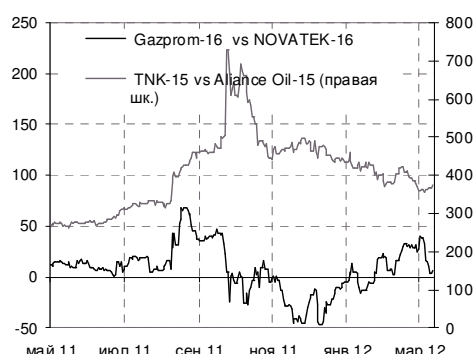
Еврооблигации, номинированные в рублях



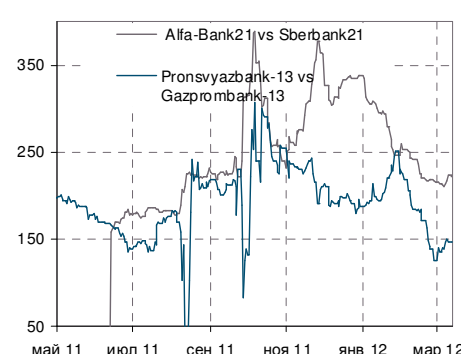
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

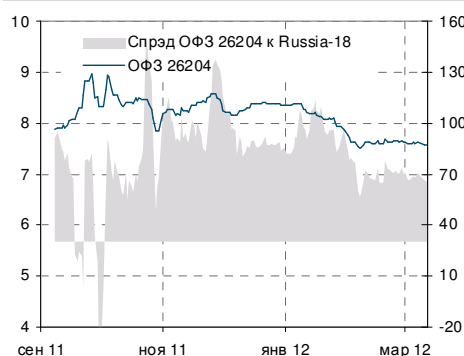


Спрэды в банковском секторе

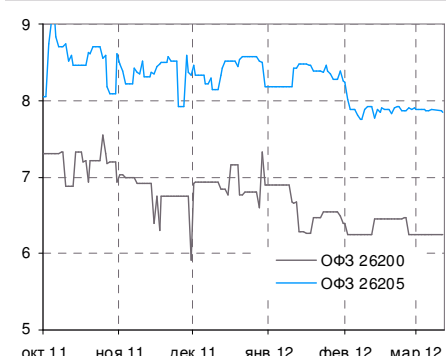


## ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

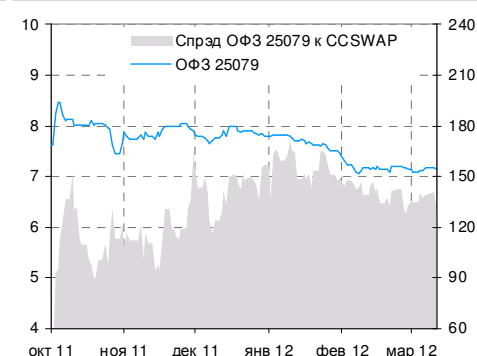
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

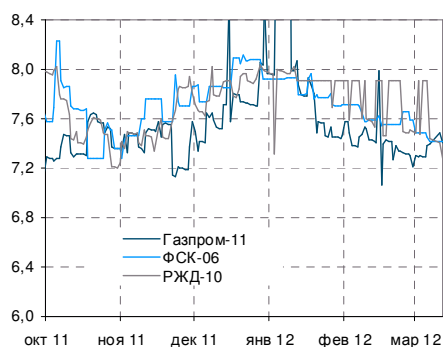


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

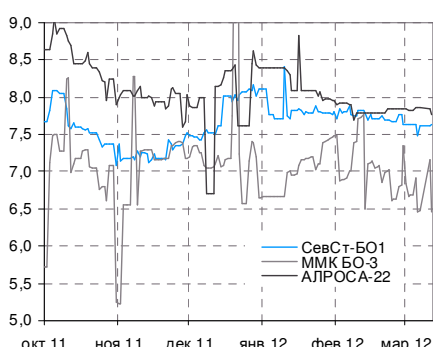


## ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

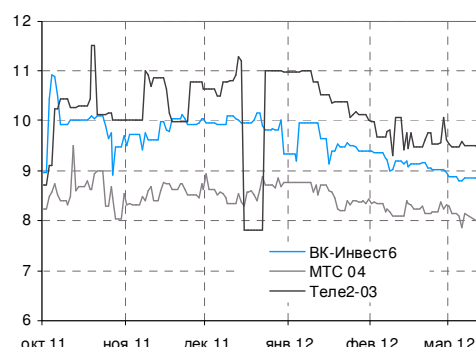
Доходности российских монополий



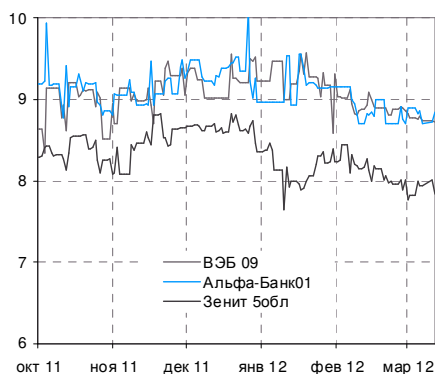
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



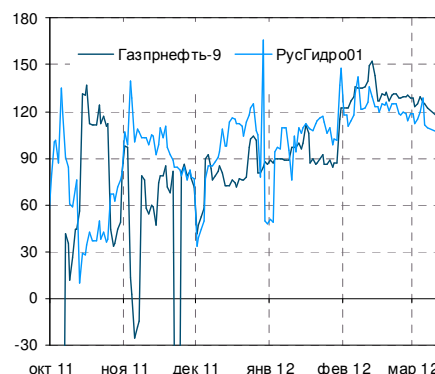
Доходности "Телекоммуникации"



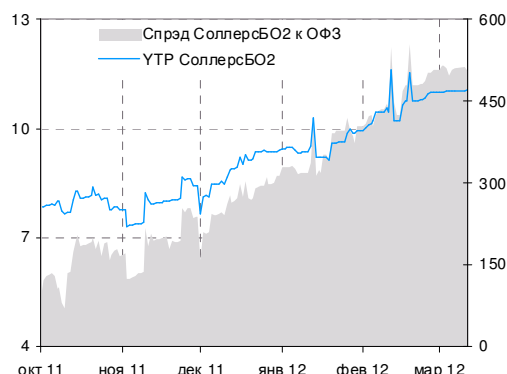
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

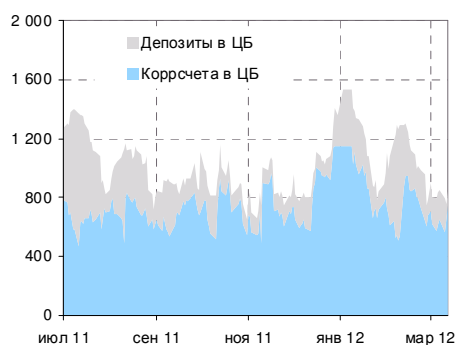


Облигации с текущей доходностью выше 10%

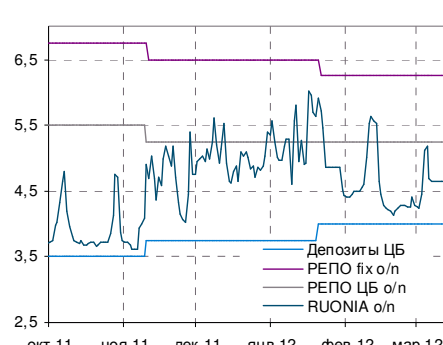


## ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Динамика депозитов и остатков на корсчетах



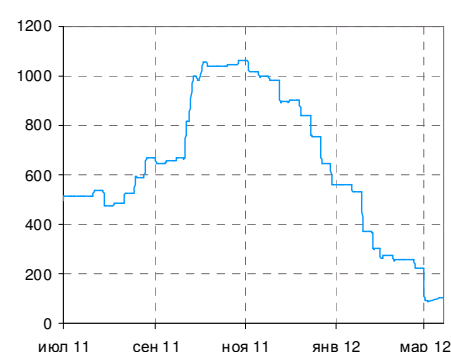
Динамика ставок денежного рынка



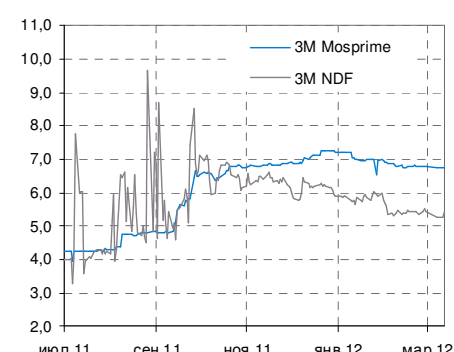
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



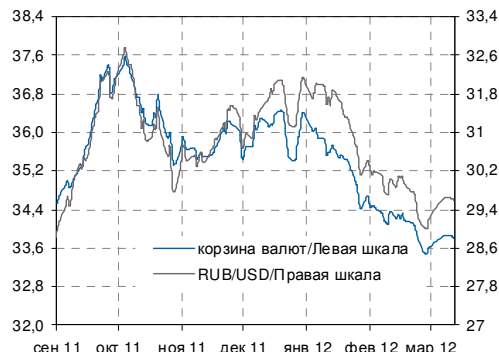
Динамика задолженности по депозитам Минфина



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 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.