

Конъюнктура рынков

Внешние рынки

Новостной фон вторника был довольно положительным: ФРС сохранила базовую процентную ставку, агентство Fitch вернуло рейтинг Греции на уровень «В-», американские банки успешно завершили стресс тесты. Прошедшие аукционы отражают высокий спрос на европейский долг и позволяют весомерно снижать стоимость заимствований.

Российские еврооблигации

В сегменте российских еврооблигаций активно пользовались спросом корпоративные выпуски – ценовой рост был в среднем в пределах 30 б.п. Суверенному выпуску Russia-30 не удалось удержать планку в 120 п.п.

Рублевые облигации

Сегмент рублевых долговых бумаг на фоне благоприятной глобальной конъюнктуры позволяет инвесторам совершать покупки. Доразмещение ОФЗ 26206, скорее всего, вызовет весомый спрос со стороны инвесторов.

FX/Rates

Ситуация с ликвидностью продолжает улучшаться. На депозитном аукционе спрос был лишь на 7 млрд руб. из предложенных 10 млрд руб. Рост ставок приостановился.

Наши ожидания

Сегодня, в силу отсутствия значимых публикаций со стороны «Старого и Нового Света», инвесторы, скорее всего, будут отыгрывать оптимистичный новостной фон вторника.

Рынок еврооблигаций сегодня будет сфокусирован на восстановлении ценовых уровней Russia-30, однако общий сантимерт будет следовать, как и обычно, за глобальными рынками, у которых пока поводов для пессимизма не столь много.

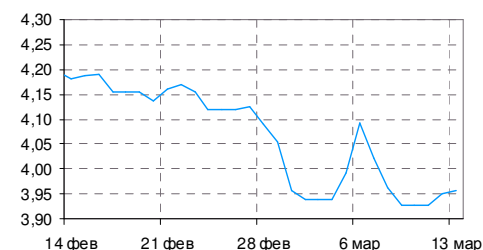
На локальном рынке активность будет, прежде всего, сосредоточена в сегменте ОФЗ, где выйдут итоги аукциона ОФЗ 26206, спрос на который мы ожидаем достаточно высоким. В корпоративных бумагах мы сможем увидеть продолжение ценового роста.

Приближающийся период налоговых выплат создает некоторое напряжение на денежном рынке. Сегодня мы, вполне вероятно, увидим рост процентных ставок, несколько приостановившийся вчера.

Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	3,96	1
CDS России	177	-2
MOSPRIME o/n	5,41	1
NDF 3M	5,43	0
	значение	изм
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	807,4	63
Остатки на депозитах, млрд руб.	109,5	14
Доллар / рубль (ЦБ), руб	29,43	-0,16
Корзина (ЦБ), руб	33,56	-0,23

Динамика доходности Russia-30



Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3M	0,47	0,0
ERIBOR 3M	0,88	-0,8
EUR/USD	1,31	
UST-10	2,13	9
Германия-10	1,82	6
EFSF-10	3,05	2
Италия - 10	4,89	-2
Испания - 10	5,12	8
CDS 5Y Ирландия	622	-1
CDS 5Y Португалия	1263	5
CDS 5Y Италия	384	5
CDS 5Y Испания	414	7
CDS 5Y Греция	25422	0

Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	567,0	-19
iTRAXX CEEMEA 5Y	260,5	-5
iTRAXX SOVX WE 5Y	269,9	-85

Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 26205	7,79	-6
ОФЗ 25077	7,20	-5
Газпром-11	7,36	-3
РЖД-10	7,31	3
ФСК-6	7,43	1
РусГидро-1	8,38	-10
МТС-04	8,06	4
Вк-Инвест6	8,81	0
Северсталь-БО1	7,70	6
ВЭБ-09	8,67	-4
Альфа-Банк01	8,84	0

Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	6,89	-4
Gazprom-37	6,13	-1
Sberbank-21	5,52	-4
AlfaBank-21	7,76	-2
Evraz-18	6,74	-3
Vimpel-22	7,71	-4
TNK-BP-18	4,40	-5

Главные новости

Дефицит бюджета в январе-феврале составил 3 % ВВП.

Дефицит бюджета за первые два месяца года оказался вдвое выше предварительных оценок, которые Минфин озвучивал в конце февраля.

После выборов расходование бюджетных средств, по-видимому, станет менее агрессивным, однако есть риск, что глядя на текущие нефтяные цены, Правительство поддастся искушению потратить дополнительные доходы, которые, по нашим оценкам, могут составить не менее 1 трлн. рублей (при сохранении нефтяных котировок на нынешних уровнях). Такое решение будет означать рост рисков финансовой устойчивости и увеличит вероятность повышения налоговой нагрузки на экономику.

VimpelCom Ltd. опубликовал результаты за 4 кв. и 2011 г. Рентабельность оставалась низкой, возможно ситуация изменится в будущем.

Вчера VimpelCom Ltd. опубликовал результаты за 4 кв. и 2011 г. Как и у МТС, годовые показатели оказались лучше квартальных, однако рентабельность была намного ниже. Долговая нагрузка пока остается на относительно высоком для отрасли уровне, вопреки поставленным задачам по ее снижению. Котировки бумаг компании после выхода слабой отчетности могут оказаться под давлением, особенно это касается наиболее чувствительных длинных евробондов. В то же время интересным выглядит первичное предложение рублевых облигаций ВымпелКома.

ВТБ (Ваа1/ВВВ/ВВВ): первичное предложение.

На наш взгляд, участие в выпуске интересно ближе к нижней границе предлагаемой доходности, поскольку альтернатив на данной дюреции со стороны ВТБ почти нет, а премия к годовым бумагам эмитента составит порядка 30 б.п.

ТКС-Банк (В2/В/В): успешное окончание успешного года.

Представленные итоги деятельности в 2011 году по МСФО продолжают сформированный в первых трех кварталах прошлого года положительный тренд. Банк демонстрирует высокие показатели эффективности деятельности и темпы роста. При этом в качестве негативного фактора нельзя не отметить рост просроченной задолженности, обозначившийся во 2 полугодии 2011 года.

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

Новостной фон вторника был довольно положительным: ФРС сохранила базовую процентную ставку, агентство Fitch вернуло рейтинг Греции на уровень «B-», американские банки успешно завершили стресс тесты. Прошедшие аукционы отражают высокий спрос на европейский долг и позволяют весомерно снижать стоимость заимствований.

На внешних рынках за вчерашний день, по нашему мнению, стоит отметить прежде всего два ключевых события. Во-первых, ФРС по итогам заседания приняла решение о сохранении базовой процентной ставки на уровне от нуля до 0,25%, что, в принципе, не стало сюрпризом для инвесторов. Вместе с тем, добавить порцию оптимизма смогло заявление о том, что ФРС будет поддерживать такой уровень ставок по крайней мере до конца 2014 года.

В Европе удивление, скорее со знаком «плюс», вызвало решение агентства Fitch о возврате Греции рейтинга «B-» с прогнозом «Стабильный». Напомним, что ранее на этой же неделе агентство присвоило стране рейтинг «С», то есть «выборочный дефолт». Решение Fitch, которое принято уже после закрытия рынков, было вызвано подтверждением участия 96% частных инвесторов в сделке по обмену старых облигаций на новые. Стоит все же отметить, что, по мнению агентства, по-прежнему существует значительный риск дефолта с учетом сохраняющегося высокого уровня задолженности и значительных экономических трудностей Греции.

В целом из череды событий вторника довольно сложно выделить негативные данные. Так, европейские страны продолжают весомерно понижать доходность бумаг на аукционах. Вчера годовые бумаги размещала Италия, которой не только удалось снизить доходность до уровня августа 2010 года, но и сформировать весомый спрос. Очевидно, что инвесторы в окружении довольно благоприятного фона осторожно покидают «тихую гавань» безрисковых бумаг. Так, доходность 10-летних американских казначейских бумаг выросла до 2,13% против 2,03% по итогам закрытия понедельника, аналогично этому немецкие бумаги почувствовали на себе аппетит инвесторов к риску (1,82% и 1,76% соответственно).

Игорь Голубев

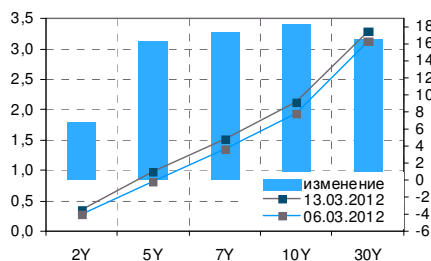
Российские еврооблигации

В сегменте российских еврооблигаций активно пользовались спросом корпоративные выпуски – ценовой рост был в среднем в пределах 30 б.п. Суверенному выпуску Russia-30 не удалось удержать планку в 120 п.п.

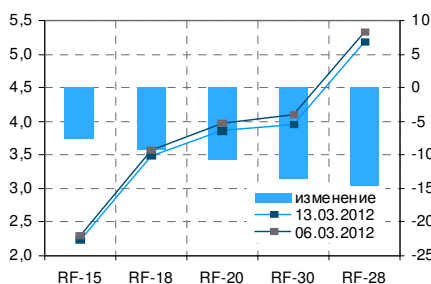
На рынке еврооблигаций настроения в сегменте корпоративных и государственных выпусков были неодинаковыми. Так, инвесторы вчера предпочитали преимущественно корпоративный долг. Большинство бумаг подорожали в цене в пределах 30 б.п. Особо стоит выделить бумаги МТС-20 («+47,2 б.п.» в цене), Novatek-16 («+58 б.п.»), Luikoil-22 («+44 б.п.»), Gazprom-34 («+44 б.п.»). Выпуск Russia-30 в течение дня показывал довольно неоднородную динамику: если к середине дня стоимость выпуска достигла отметки в 120%, то к концу инвесторы предпочитали зафиксироваться. В результате, итогом вторника стал уровень в 119,78%, что было даже ниже закрытия понедельника – 119,87%.

Игорь Голубев

Кривая доходности гособлигаций США



Кривая доходности гособлигаций России



Рублевые облигации

Сегмент рублевых долговых бумаг на фоне благоприятной глобальной конъюнктуры позволяет инвесторам совершать покупки. Доразмещение ОФЗ 26206, скорее всего, вызовет весомый спрос со стороны инвесторов.

Для локального рынка, помимо благоприятной внешней конъюнктуры, драйвером для покупок была новость о сохранении ЦБ ставки рефинансирования на прежнем уровне, хотя в целом такое развитие событий, конечно, было ожидаемо инвесторами. Также вчера был озвучен диапазон выпуска ОФЗ 26206 с погашением в июле 2017 года, доразмещение которого состоится сегодня. Нижний уровень предложенного диапазона – 7,45-7,50% годовых, практически не предлагает премии к обращающемуся выпуску, однако оптимистичный внешний фон позволит, скорее всего, разместиться бумагам с весомым спросом. Среди событий первичного рынка стоит выделить новый двухлетний бонд ВТБ с купоном 8-8,35%, что выглядит интересно, по нашему мнению, уже на нижней границе.

На вторичном рынке день в основном характеризовался покупками, что позволило бумагам подрасти в цене в среднем до 30 б.п. В лидерах вчера значился ГлобэксбанкБО-2 («+70 б.п.» в цене), ЕвразХолдинФ2 («+73 б.п.»). На фоне негативных новостей участники торгов старались избавиться от бумаг Русала, ценовая переоценка в выпусках которого превышала 100 б.п.

Игорь Голубев

Forex/Rates

Ситуация с ликвидностью продолжает улучшаться. На депозитном аукционе спрос был лишь на 7 млрд руб. из предложенных 10 млрд руб. Рост ставок приостановился.

Второй день подряд статистика по остаткам на счетах и депозитах в ЦБ показывает положительную динамику, однако основной вклад, напомним, был со стороны ресурсов, привлеченных на аукционе прямого РЕПО, а также за счет вчерашнего 4-недельного депозитного аукциона на 10 млрд руб., из которого было размещено 7 млрд руб.

Касательно динамики ставок стоит отметить, что во вторник они практически не изменились: Mosprime o/n - 5,41% против 5,4% днем ранее.

Вчера рубль находился под влиянием внешнего фона, что позволило национальной валюте укрепить свои позиции относительно доллара – 29,4346 (29,595 по итогам понедельника). Одновременно с этим бивалютная корзина за вторник потеряла 22 копейки и обозначила свои уровни по итогам дня как 33,5596. Сегодня с утра, на фоне некоторой коррекции на рынке нефти, рубль немного сдает свои позиции по отношению к американской валюте – 29,5242, бивалютная корзина – 33,5710.

Игорь Голубев

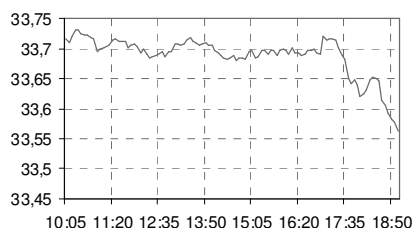
Наши ожидания

Сегодня, в силу отсутствия значимых публикаций со стороны «Старого и Нового Света», инвесторы, скорее всего, будут отыгрывать оптимистичный новостной фон вторника.

Рынок еврооблигаций сегодня будет сфокусирован на восстановлении ценовых уровней Russia-30, однако общий сентимент будет следовать, как и обычно, за глобальными рынками, у которых пока поводов для пессимизма не столь много.

На локальном рынке активность будет, прежде всего, сосредоточена в сегменте ОФЗ, где выйдут итоги аукциона ОФЗ 26206, спрос на который мы ожидаем достаточно высоким. В корпоративных бумагах мы сможем

Динамика бивалютной корзины



увидеть продолжение ценового роста.

Приближающийся период налоговых выплат создает некоторое напряжение на денежном рынке. Сегодня мы, вполне вероятно, увидим рост процентных ставок, несколько приостановившийся вчера.

. *Игорь Голубев*

Календарь событий

		Долговой рынок
16 марта	Размещение БАНК УРАЛСИБ 04	
		Внешний долговой рынок
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
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
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
14 марта	ЛУКОЙЛ: день инвестора, презентация долгосрочной стратегии развития	

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Новости коротко

Макроновости

- По предварительной оценке Минфина РФ, дефицит федерального бюджета за январь-февраль 2012 года составил 245,34 млрд руб. или 3% ВВП. Объем поступивших доходов составил 1 865,79 млрд руб., или 15,8% к общему объему доходов федерального бюджета, утвержденному Федеральным законом «О федеральном бюджете на 2012 год и на плановый период 2013 и 2014 годов». Кассовое исполнение расходов составило 2 111,14 млрд руб., или 16,7% от утвержденного на этот год уровня. Первичный дефицит за 2 месяца 2012 года составил 182,75 млрд руб. Дефицит федерального бюджета за февраль составил 272,52 млрд руб. или 6,4% ВВП. В январе был зафиксирован профицит бюджета в размере 27,18 млрд руб. или 0,7% ВВП.

Долговые рынки

- Облигации **Ленинградской области** выпуска 26002 объемом 1,3 млрд руб. покидают котировальный список «А1» ММВБ и будут торговаться в режиме «внесписочные».
- Сегодня в разделе «перечень внесписочных ценных бумаг» ММВБ начнутся торги облигациями **ООО «Аэроэкспресс»** серии 01.
- Совет директоров **РЖД** принял решение разместить 6 выпусков облигаций серий 27-32 на общую сумму 90 млрд руб. Срок обращения бумаг составит от 10 до 20 лет.
- **РЖД** исполнили оферту по облигациям серии 13 объемом 15 млрд руб., выкупив ценные бумаги в количестве 78,259 тыс. штук (0,5% выпуска). По данным эмитента, после исполнения оферты в собственности компании находятся облигации в количестве 14,9 млн штук.
- Совет директоров **ОАО «ВымпелКом»** сегодня рассмотрит вопрос о приобретении облигаций компании. О каких бумагах идет речь, не сообщается. Напомним, сейчас ВымпелКом готовится разместить рублевые облигации серии 04 объемом 15 млрд руб., для 15-16 марта 2012 года будет открыта книга заявок, размещение на ММВБ запланировано на 20 марта. Ориентир ставки 1 купона облигаций установлен в диапазоне 9,25-9,75% годовых, что соответствует доходности 9,46-9,99% годовых к оферте через 3 года.
- **Банк Уралсиб** понизил ориентиры ставки купона по выпуску серии 04 до 8,75-8,9% годовых при первоначальных 9,0-9,5% годовых. Напомним, объем выпуска составляет 5 млрд руб., предложена оферта через 1,5 года.

Корпоративные новости

- Группа **НМТП** в рамках новой стратегии развития до 2020 года планирует направить на проекты порядка 1,06 -1,12 млрд долл. При этом грузооборот группы должен увеличиться на 67 млн тонн (с учетом контейнерооборота) к показателям 2012 года, который по прогнозу составит 170 млн тонн. Заместитель генерального директора по финансам и экономике НМТП Андрей Бубнов сообщил, что выручка группы по итогам 2012 года может составить 1,2-1,3 млрд долл., а показатель EBITDA – 620-640 млн долл. (то есть EBITDA margin 48-53%). Кроме того, к концу 2012 года НМТП планирует сократить долговую нагрузку на 9% до 2,3 млрд долл., причем за счет операционного денежного потока. В настоящее время структура долга следующая: 1,95 млрд долл. – долг перед Сбербанком, 300 млн долл. – еврооблигации, остальное – долги ООО «Приморский торговый порт» (погашение проходит ежегодно в размере 80-90 млн долл.). По итогам 2011 года НМТП может выплатить 440-450 млн руб. в качестве дивидендов. /Интерфакс/
- **СИТРОНИКС** намерен продать 3% долю греческого производителя оборудования связи INTRACOM TELECOM (для этих целей компания заключила юридически обязывающее соглашение с RYDRA TRADING COMPANY). В случае завершения сделки доля СИТРОНИКС в INTRACOM TELECOM сократится с 51% до 48%. Сделка направлена на «снижение долговой нагрузки и деконсолидацию INTRACOM TELECOM». /www.sitronics.ru/

Главные новости

Дефицит бюджета в январе-феврале составил 3 % ВВП.

Дефицит бюджета за первые два месяца года оказался вдвое выше предварительных оценок, которые Минфин озвучивал в конце февраля.

После выборов расходование бюджетных средств, по-видимому, станет менее агрессивным, однако есть риск, что глядя на текущие нефтяные цены, Правительство поддастся искушению потратить дополнительные доходы, которые, по нашим оценкам, могут составить не менее 1 трлн. рублей (при сохранении нефтяных котировок на нынешних уровнях). Такое решение будет означать рост рисков финансовой устойчивости и увеличит вероятность повышения налоговой нагрузки на экономику.

Событие. Минфин опубликовал оценку исполнения федерального бюджета в феврале. По итогам первых двух месяцев года дефицит составил 3 % ВВП – существенно хуже предварительных оценок, о которых представители Минфина заявляли в начале месяца.

Федеральный бюджет, млрд. руб.

	Янв.-фев. 2011	Янв.-фев. 2012	% год к году
Доходы	1 506	1 866	23.9
% ВВП	20.6	23.2	
в т.ч.			
Нефтегазовые доходы	692	1 016	46.7
% к ВВП	9.5	12.6	
% к общим доходам	46.0	54.4	
Не нефтегазовые доходы	813	850	4.5
% к ВВП	11.1	10.6	
Расходы	1 427	2 111	47.9
% к ВВП	19.5	26.2	
Профицит / дефицит	78	-245	
% к ВВП	1.1	-3.0	
Не нефтегазовый дефицит	-614	-1 261	105.4
% к ВВП	-8.4	-15.7	

Источники: Минфин, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Комментарий. В конце февраля замминистра финансов Т.Нестеренко озвучивала предварительные оценки исполнения бюджета, согласно которым дефицит за первые два месяца года составил 1.5 % ВВП (подробнее см. наш daily от 1.03). Однако официальные данные Минфина за февраль свидетельствуют о существенно более драматичном состоянии дел в бюджетной сфере – при средней цене Urals в январе-феврале \$ 114 за баррель дефицит бюджета за тот же период составил 3.0 % ВВП или 245 млрд. рублей. Заметно выше предварительных оценок оказались расходы, которые за этот период составили 2.1 трлн. рублей – это 16.7 % от всех расходов, запланированных на год. Для сравнения, в прошлом году на январь-февраль пришлось лишь 13.1 % годовых трат. При этом на национальную оборону было израсходовано 25.9 % от запланированного на год, на здравоохранение – 26.1 %, на образование – 16.5 %, на культуру – 17.1 %, на социальную политику – 18.8 %, регионы в качестве трансфертов получили 19.7 % годовых назначений. Мы полагаем, что после выборов рост бюджетных расходов замедлится. В то же время есть риск, что правительство поддастся искушению потратить дополнительные доходы, возникающие из-за высоких цен на нефть. Если этого не делать, то при нынешних ценах на нефть бюджет 2012 г можно будет исполнить даже с небольшим профицитом (в пределах 0.5 % ВВП) и пополнить резервный фонд на \$ 30-35 млрд. (за счет этого профицита и внутренних заимствований). На наш взгляд, если в ближайшие месяцы темпы расходования бюджетных средств не уменьшатся, то это станет четким сигналом о намерениях

правительства увеличить в текущем году расходную часть бюджета и потратить дополнительные доходы. Такое решение, скорее всего, будет негативно расценено рейтинговыми агентствами. В долгосрочной перспективе агрессивная бюджетная политика неизбежно приведет к повышению налоговой нагрузки на экономику.

Кирилл Тремасов

VimpelCom Ltd. опубликовал результаты за 4 кв. и 2011 г. Рентабельность оставалась низкой, возможно ситуация изменится в будущем.

Вчера VimpelCom Ltd. опубликовал результаты за 4 кв. и 2011 г. Как и у МТС, годовые показатели оказались лучше квартальных, однако рентабельность была намного ниже. Долговая нагрузка пока остается на относительно высоком для отрасли уровне, вопреки поставленным задачам по ее снижению. Котировки бумаг компании после выхода слабой отчетности могут оказаться под давлением, особенно это касается наиболее чувствительных длинных евробондов. В то же время интересным выглядит первичное предложение рублевых облигаций ВымпелКома.

Событие. Вчера VimpelCom Ltd. опубликовал финансовые результаты за 4 кв. и весь 2011 г. по US GAAP.

Комментарий. Квартальная отчетность компании оставила неблагоприятное впечатление, даже несмотря на то, что она была ожидаемо слабой. Рентабельность EBITDA ушла заметно ниже 40%, составив 37,6%. Для сравнения, у МТС, несмотря на снижение, в 4 кв. 2011 г. EBITDA margin составила 43,0%. VimpelCom Ltd. также списал в убыток почти 527 млн долл. по операциям во Вьетнаме и Камбодже, что вкупе со слабыми операционными результатами привело к появлению в 4 кв. 2011 г. чистого убытка в размере 386 млн долл. Данный факт оставил неприятный осадок, поскольку в свое время покупка бизнеса в этих странах была представлена как очень перспективная сделка.

Годовые результаты были более благоприятными: в сопоставимых масштабах VimpelCom Ltd. показал рост EBITDA на 1%, при росте выручки на 7%. Рентабельность EBITDA хотя и балансировала на грани «допустимого», все-таки осталась чуть выше 40%.

Для VimpelCom Ltd. в большей степени, чем для любого другого оператора «большой тройки», остается актуальной задача восстановления EBITDA margin до 40% и более, потому как «гонка за абонентами» в российском подразделении дала о себе знать в полной мере.

Как одну из мер в данном направлении компания представила планы по сокращению затрат путем повышения эффективности капиталовложений, согласно которым их объем может сократиться до 15-16% от выручки уже к концу 2014 г. Мы считаем, что подобное сокращение капвложений на фоне усиливающейся конкуренции между операторами «большой тройки» России за абонентов мобильного ШПД потребует от VimpelCom Ltd. экстраординарных усилий, выходящих за рамки простой экономии. Возможно, именно поэтому компания упоминала возможность совместного использования инфраструктуры операторами «большой тройки» и Ростелекомом. Однако нам трудно представить, как эта вполне распространенная в некоторых других странах практика будет реализована в России, учитывая степень антагонизма между основными операторами.

Что касается долговой нагрузки, то, несмотря на поставленные менеджментом задачи по ее снижению, пока она возрастает. Так, соотношение Долг/EBITDA относительно итогов 9 мес. 2011 г. по результатам 2011 г. несколько ухудшилось с 2,8х до 2,9х, а Чистый долг/EBITDA – с 2,4х до 2,6х. Здесь, вероятно, повлияло уменьшение прибыльности бизнеса в 4 кв., а также увеличение размера долга на 4% до 27,04 млрд долл. Компания, однако, подтвердила свое намерение добиваться снижения Чистый долг/EBITDA до 2,0х уже к концу 2014 г., скорее всего, посредством вышеупомянутого сокращения капвложений.

В 2012 г. VimpelCom Ltd. необходимо рефинансировать долг на сумму 2,65 млрд

долл., что собственными усилиями компании вполне под силу осуществить, учитывая запас денежных средств 2,33 млрд долл. (на конец 2011 г.), а также весомый операционный денежный поток (за 2011 г. 5,88 млрд долл.). В 2012 г. оператору также предстоит выплатить дивиденды (570 млн долл.) и произвести инвестиции (по нашим оценкам, порядка 4,8 млрд долл.), поэтому не исключено, что VimpelCom Ltd. решит рефинансировать часть долга, в том числе за счет рыночных инструментов.

Так, уже на этой неделе российский ВымпелКом намерен предложить инвесторам облигации серии 04 на 15 млрд руб. (см. наш комментарий: http://www.nomos.ru/upload/iblock/109/NOMOS_daily_debt_markets_13_03_2012.pdf). В свою очередь, слабая отчетность VimpelCom Ltd. может оказать влияние на настроения инвесторов, которые могут потребовать премии за представленные цифры. В то же время, на наш взгляд, индикатив доходности по облигациям 9,46-9,99% годовых к 3-летней оферте дает вполне достойную компенсацию. Мы считаем, что наиболее существенное давление результаты оператора могут оказать на котировки более чувствительных длинных евробондов VimpelCom-21 (YTM 7,81%/2353 дн.) и VimpelCom-22 (YTM 7,85%/2575 дн.).

Результаты VimpelCom Ltd. за 4 кв. и весь 2011 г. по US GAAP

млн долл.	3Q11	4Q11	Кв-на-Кв	Г-на-Г	2010	2011	Г-на-Г
Выручка, вкл.	6,093	5,878	-4%	109%	10,513	20,250	93%
Россия	2,397	2,274	-5%	8%	8,162	9,064	11%
Европа и Сев.Америка	1,878	1,880	0%	n/a	0	5,484	
Африка и Азия	936	904	-3%	n/a	0	2,637	
Украина	437	417	-5%	3%	1,185	1,641	38%
СНГ	433	420	-3%	16%	1,365	1,596	17%
EBITDA	2,540	2,207	-13%	76%	4,932	8,149	65%
<i>margin</i>	<i>41.7%</i>	<i>37.6%</i>			<i>46.9%</i>	<i>40.2%</i>	
EBITDA*	2,535	2,200	-13%	-3%	9,284	9,363	1%
Чистая прибыль	104	(386)	n/a	n/a	1,673	488	-71%
<i>margin</i>	<i>1.7%</i>	<i>-6.6%</i>			<i>15.9%</i>	<i>2.4%</i>	
Денежные средства и их эквиваленты	3,443				885	2,325	163%
Долг	26,004				5,661	27,037	378%
<i>краткосрочный</i>	<i>1,600</i>				<i>1,162</i>	<i>2,649</i>	<i>128%</i>
<i>долгосрочны</i>	<i>24,404</i>				<i>4,499</i>	<i>24,388</i>	<i>442%</i>
Чистый долг	22,261				4,776	24,373	410%
Долг/EBITDA*	2,8				1,2	2,9	
Чистый долг/EBITDA*	2,4				1,0	2,6	

*Pro forma

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Евгений Голосной
Александр Полютов

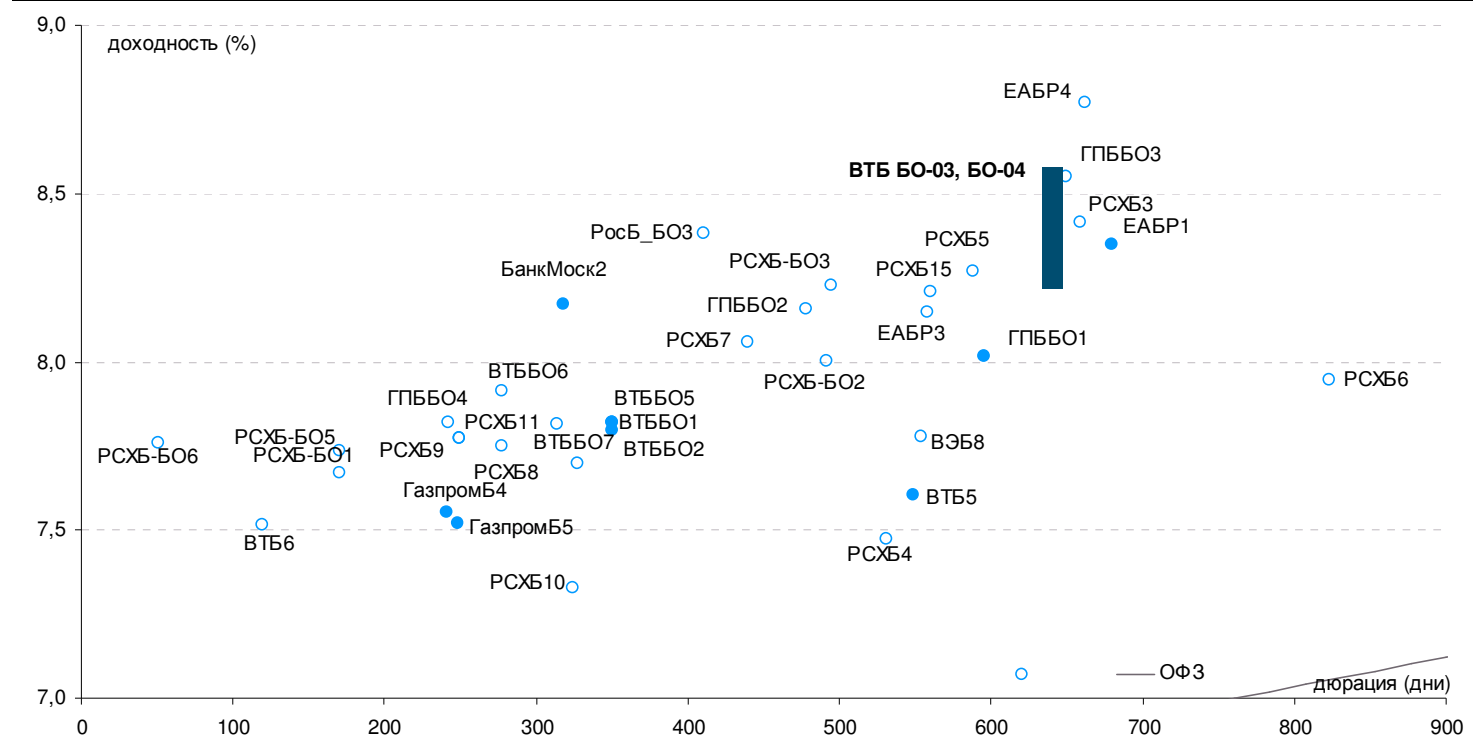
ВТБ (Ваа1/ВВВ/ВВВ): первичное предложение.

На наш взгляд, участие в выпуске интересно ближе к нижней границе предлагаемой доходности, поскольку альтернатив на данной дюрации со стороны ВТБ почти нет, а премия к годовым бумагам эмитента составит порядка 30 б.п.

Событие. ВТБ проведет 15-16 марта book-building по выпуску БО-03 и БО-04 по 5 млрд руб. каждый. Ориентир 1 купона составляет 8,0-8,35% годовых, что соответствует доходности к 2-летней оферте порядка 8,24-8,62% годовых.

Комментарий. Отметим два фактора, которые, на наш взгляд, могут сделать участие в выпуске интересным. Во-первых, это практически отсутствие альтернативы со стороны ВТБ на этом участке дюрации – разве что выпуск серии 05, который последнюю неделю торговался на уровне порядка 7,9% годовых к погашению в октябре 2013 года. Во-вторых, размещенный в конце января текущего года выпуск серии БО-07 с доходностью 8,19% к годовой оферте, сейчас торгуется около УТР 7,7%, то есть выше номинала. На наш взгляд, участие в новом займе будет интересно ближе к нижней границе обозначенного ориентира доходности.

Распределение доходностей бумаг эмитентов финансового сектора



Елена Федоткова

ТКС-Банк (В2/В/В): успешное окончание успешного года.

Представленные итоги деятельности в 2011 году по МСФО продолжают сформированный в первых трех кварталах прошлого года положительный тренд. Банк демонстрирует высокие показатели эффективности деятельности и темпы роста. При этом в качестве негативного фактора нельзя не отметить рост просроченной задолженности, обозначившийся во 2 полугодии 2011 года.

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

Комментарий. В целом, 4 квартал, как и весь 2011 год, сложился для Банка более чем успешно. Среди ключевых моментов мы отмечаем:

- Высокие темпы роста: в последние 3 месяца объем кредитования вырос у банка на 15% («+92» млн долл.) до 710 млн долл. В целом по году эмитент удвоил кредитный портфель. Напомним, что по отрасли годовые темпы роста розничного кредитования были на уровне «+36%». В результате, кредитная организация заняла 105 место по активам среди российских банков против 167 на 1 января 2011 года.
- Высокий запас ликвидности на начало текущего года: на 1 января доля денежных средств в активах банка достигла высоких 18% (110 млн долл.). С учетом того, что по долговой нагрузке 2012 год довольно необременительный – Банку предстоит только оферта по займу серии БО-03 на сумму 1,5 млрд руб. (около 52 млн долл.), да и то в августе, скорее всего накопленная «подушка ликвидности» будет частично направлена на дальнейший рост кредитного портфеля.
- Высокие показатели эффективности деятельности: RoAA и RoAE по итогам года достигли уровня 10,4% и 85,0% соответственно. Мало кто среди даже розничных банков может похвастаться столь высокими показателями. При этом NIM составила 49%, для сравнения у недавно отчитавшегося ХКФ-Банка данный показатель даже при наиболее оптимистичном подходе был на уровне 32% (комиссионные доходы включены в расчет).
- Комфортный уровень достаточности капитала: TCAR на конец отчетного

периода составил 13%, по правилам российского бухгалтерского учета Н1 был порядка 14%. В основном поддержание объема собственных средств происходит за счет получаемой прибыли, однако при таких темпах роста банку в среднесрочной перспективе предстоит задуматься и об других источниках.

- Рост просроченной задолженности: при всем позитиве отчетности нельзя не отметить, что, несмотря на высокие темпы роста объемов кредитования, уровень NPL (90+) продолжает повышаться. Данная тенденция обозначилась еще в 3 квартале, и в конце года продолжилась, хотя продажи «плохих» кредитов в 4 квартале проходили в большем объеме, чем, к примеру, в третьем.

Обращающиеся выпуски ТКС-Банка (B2/B/B) по-прежнему сохраняют высокую премию к остальным розничным банкам и универсальным банкам третьего эшелона. Среди выпусков, на наш взгляд, наиболее интересно смотрится наиболее короткие бумаги банка серии БО-03, который торгуются с доходностью 13,7% при оферте в августе 2012 года.

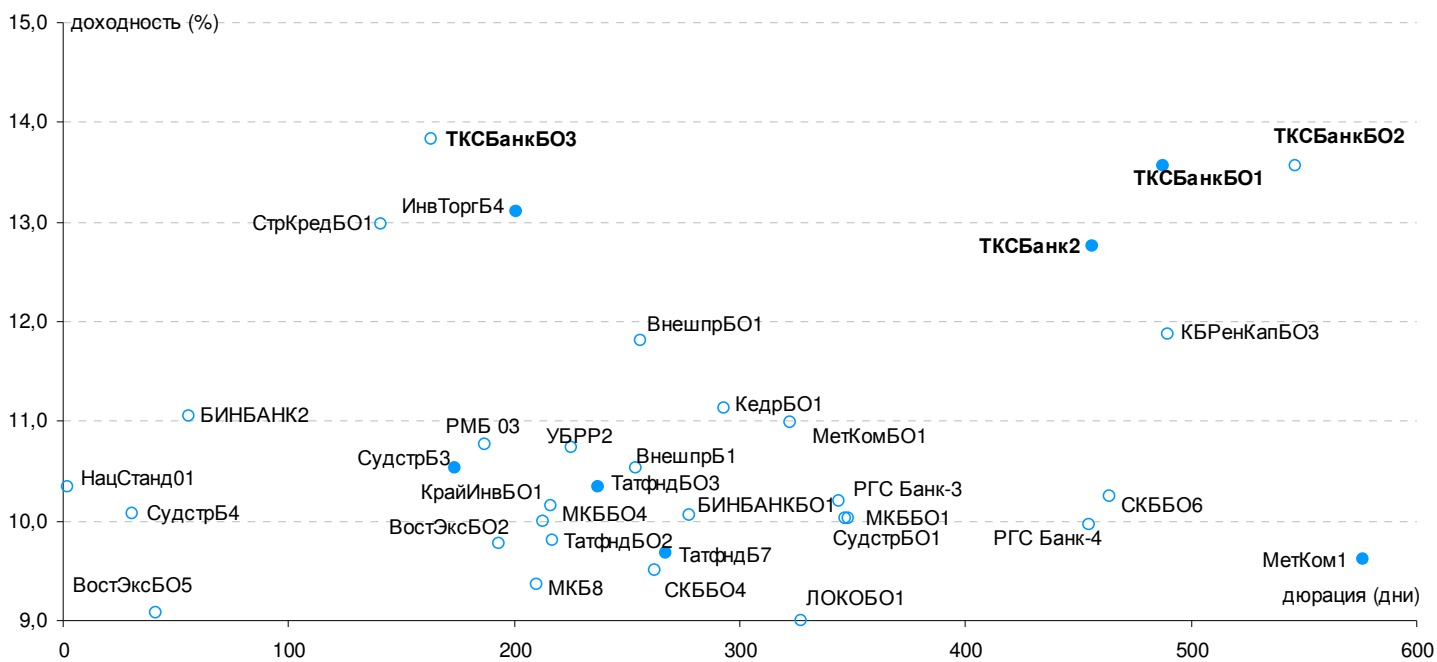
Финансовые показатели ТКС-Банка по МСФО

Балансовые показатели, млн долл.	2009	2010	2011	2011 / 2010	Прирост за квартал		4Q 2011 / 4Q 2010
					4Q2010	4Q 2011	
ASSETS	211,6	405	915	126%	84	204	143%
Cash and cash equivalents	18,9	51	163	221%	6	110	1632%
% assets	9,0%	13%	18%	---	-1%	10%	---
Loans	173,7	316	663	110%	64	78	22%
Loans (gross)	192,3	342	710	108%	48	92	90%
% assets	82%	78%	72%	---	0%	-10%	---
NPL (>90дн.)	5%	3,3%	3,7%	---	-3,7%	0,5%	---
allowance for loan impairment	10%	7%	7%	---	-2%	1%	-157%
Customer accounts	13	174	362	108%	40	133	234%
% assets	6%	43%	40%	---	1%	7%	---
EQUITY	35	44	117	167%	7	23	215%
% assets	17%	11%	13%	---	-1%	0%	---
Total Capital Adequacy Ratio	18%	12%	13%	---	-2%	-1%	---
Показатели прибыльности, млн долл.	2009	2010	2011	2011 / 2010	4Q2010	4Q 2011	4Q 2011 / 4Q 2010
Net interest income	73,7	95,6	253,7	165%	35,1	78,4	123%
Provisions charge for loan impairment	-18,3	-28,0	-41,9	50%	-7,3	-11,5	58%
Operating income*	69,2	85,9	210,8	146%	32,2	70,7	120%
General Administrative expenses	-23,8	-45,0	-80,2	78%	-17,2	-26,5	54%
Profit	18,2	9,1	68,4	650%	7,4	25,2	242%
Качественные показатели деятельности	2009	2010	2011	изм-е в 2011г	4Q2010	4Q 2011	изм-е в 4Q2011г
RoAA	9,0%	3,0%	10,4%	7,4%	8,1%	12,4%	4,3%
RoAE	70,8%	23,1%	85,0%	61,9%	73,1%	95,2%	22,1%
NIM	40,3%	36,6%	49,0%	12,4%	48,4%	48,7%	0,3%
Cost / Income	34,4%	52,4%	38,0%	-14,3%	53,5%	37,5%	-16,0%

* Net profit before tax + Provisions charge for loan impairment + Operating expenses

Источник: данные банка, расчеты Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Распределение доходностей бумаг эмитентов финансового сектора

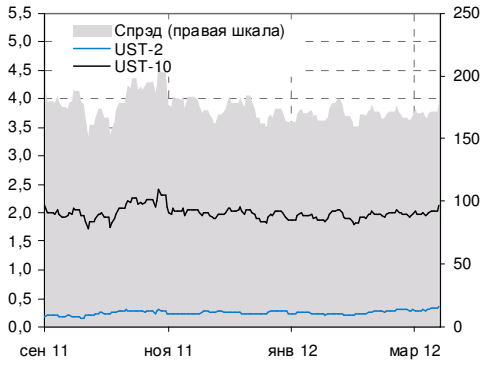


Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

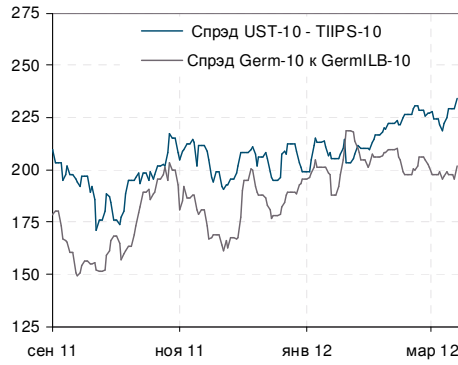
Елена Федоткова

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

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



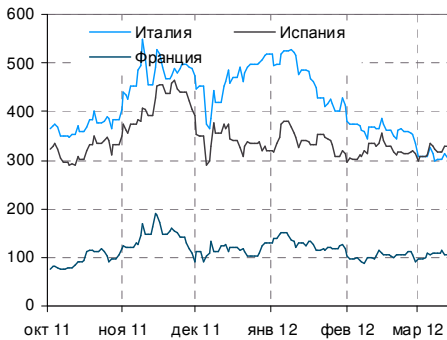
Спрэд UST-10 к TIPS-10 и Germ-10 к GermILB-10



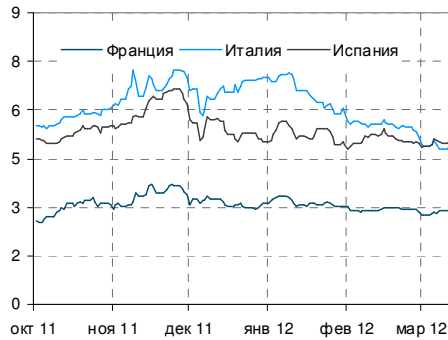
10-летние бумаги Германии и EFSF-10



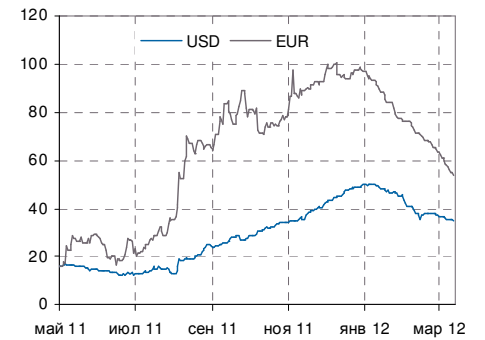
Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

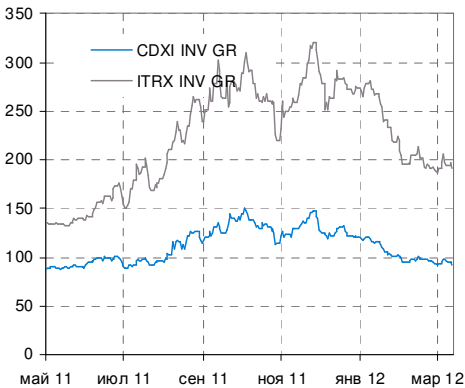


Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

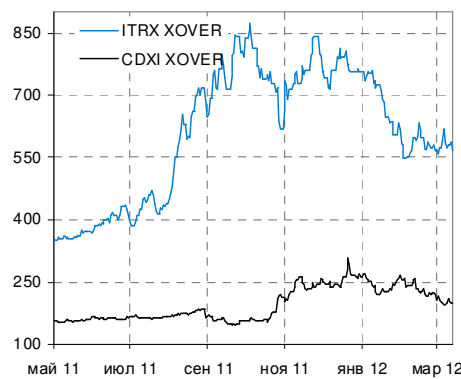


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

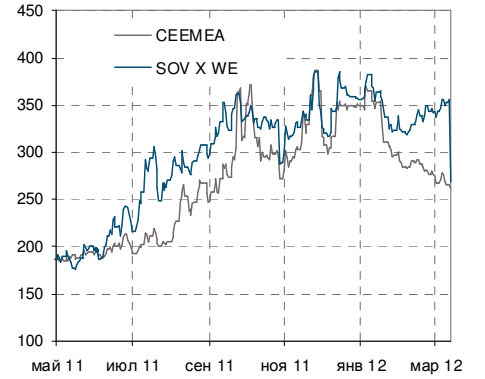
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX / Cross-Over

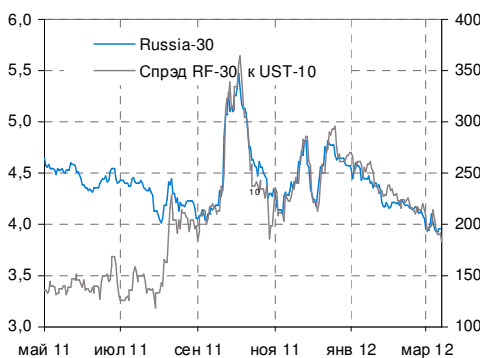


ITRX / Governments

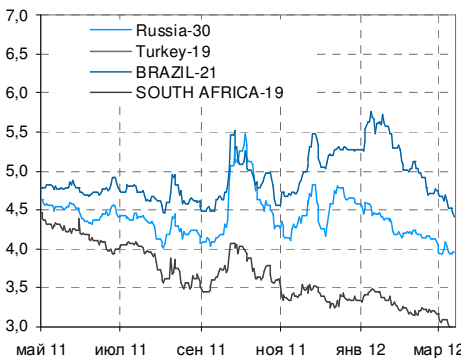


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets



Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

