

Конъюнктура рынков

Внешние рынки

Европейские долговые бумаги довольно сдержанно отреагировали на заявление S&P о намерении снизить рейтинговые оценки. Конъюнктура формируется под влиянием спекулятивных настроений, сформированных ожиданиями важных новостей из Европы в ближайшие дни.

Российские еврооблигации

Российские евробонды стали вчера объектом панических продаж. Опасения рисков политической нестабильности стали причиной массового бегства зарубежных инвесторов из российских активов.

Рублевые облигации

Инвесторы не стали игнорировать общий негативный настрой, хотя на обвал локального фондового рынка отреагировали лишь снижением торговой активности. Сегодня Минфин проведет аукцион по размещению ОФЗ 26206.

FX/Rates

ЦБ и Минфин продолжают сокращать присутствие на денежном рынке.

Наши ожидания

Конъюнктура рынков формируется ожиданиями, и, вероятно, именно это отражает достаточно слабую торговую активность. Настороженное отношение к российским рискам пока сохраняется, однако удержаться от соблазна покупать подешевевшее будет довольно сложно. На этом фоне ждем осторожные покупки в сегменте евробондов. В рублевом сегменте в центре внимания аукцион по ОФЗ, при этом общий фон сложно назвать комфортным для покупок.

На наш взгляд, сегодня следует рассчитывать на небольшое улучшение ситуации на локальном валютном рынке. Возможно, поддержку окажет ожидаемый недостаток рублевой ликвидности на фоне возврата Минфину 61 млрд руб.

Главные новости

МДМ Банк вчера открыл книгу заявок на выпуск БО-04 объемом 5 млрд руб.

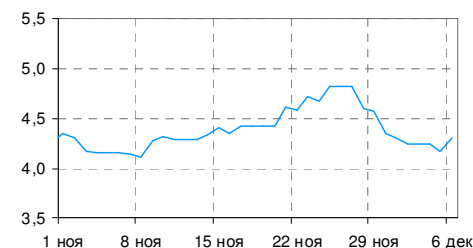
Новый выпуск МДМ Банка предлагает (УТР 9,2-9,75% к годовой оферте) к его уже обращающимся бумагам премию порядка 40-90 б.п., что по верхней границе выглядит довольно интересно. Однако в текущих условиях мы бы отдали предпочтение облигациям Альфа-Банка, книга по которым закрывается сегодня.

Россия - основные индикаторы

	значение	изм. б п
Russia-30	4,31	14
CDS России	622,0	20
MOSPRIME o/n	5,37	-1
NDF 3M	5,80	3

	значение	изм
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	622,0	12
Остатки на депозитах, млрд руб.	181,6	-9
Доллар / рубль (ЦБ), руб	31,34	0,44
Корзина (ЦБ), руб	36,13	0,41

Динамика доходности Russia-30



Глобальные рынки

	значение	бп
LIBOR 3M	0,54	0
ERIBOR 3M	1,47	0
EUR/USD	1,34	
UST-10	2,09	5
Германия-10	2,18	-2
EFSF-10	3,58	2
Италия - 10	5,84	-10
Испания - 10	5,18	9
CDS 5Y Ирландия	683	3
CDS 5Y Португалия	1046	2
CDS 5Y Италия	437	5
CDS 5Y Испания	360	10
CDS 5Y Греция	9949	708

Индикаторы отношения к риску

	значение	бп
iTRAXX Crossover 5Y	725,8	9
iTRAXX CEEMEA 5Y	304,4	6
iTRAXX SOVX WE 5Y	317,6	1

Рублевые облигации

	доходность	б.п
ОФЗ 26205	8,22	-11
ОФЗ 26200	6,93	0
Газпром-11	7,61	-3
РЖД-10	7,73	12
ФСК-6	7,86	12
РусГидро-1	8,74	0
МТС-04	8,56	3
Вк-Инвест6	9,93	0
Северсталь-БО1	7,43	0
ВЭБ-09	9,24	0
Альфа-Банк01	9,49	0

Российские еврооблигации

	доходность	б.п
Russia-18 RUB	7,13	3
Gazprom-37	6,91	17
Sberbank-21	6,13	7
AlfaBank-21	9,21	4
Evraz-18	8,58	-4
Vimpel-22	9,54	22
TNK-BP-18	5,74	8

СИТРОНИКС: выборочные показатели отчетности за 3 кв. и 9 мес. 2011 г.

Финансовые результаты компании оказались несколько слабыми как в части прибыльности бизнеса, так и долговой нагрузки. По итогам 2011 г. ждем улучшения ситуации в свете завершения реализации крупных проектов.

Первичное предложение ЮниКредит – неинтересно на фоне МСП Банка.

Ориентир доходности к 2-летней оферте находится в диапазоне 8,94-9,20%, что смотрится довольно дорого на фоне запланированного размещения дочернего банка ВЭБа – МСП Банк, который обладает аналогичным рейтингом, что и ЮниКредит.

Вы можете подписаться на рассылку наших обзоров по электронной почте. Для этого Вам достаточно прислать заявку с указанием адреса электронной почты, на который Вы хотели бы получать аналитические материалы, на адрес research@nomos.ru

Рыночная конъюнктура

Внешние рынки

Европейские долговые бумаги довольно сдержанно отреагировали на заявление S&P о намерении снизить рейтинговые оценки. Конъюнктура формируется под влиянием спекулятивных настроений, сформированных ожиданиями важных новостей из Европы в ближайшие дни.

Вчера после заявления S&P о возможном лишении ряда европейских стран максимального рейтинга на уровне «AAA» прибавилось аргументов, подчеркивающих, что риски Европы сохраняются весомыми и требуют дополнительных премий в доходности. Вслед за сообщением о страновых рейтингах прозвучало заявление и о возможной переоценке в худшую сторону рисков EFSF. Вместе с тем, сегмент европейских долговых бумаг пока довольно сдержанно отреагировал на эти новости. Судя по всему, большой вес имеет фактор ожиданий решений предстоящего европейского Саммита, а также завтрашнего заседания ЕЦБ, от которого участники рынка ждут дальнейшего смягчения процентной политики и дополнительных стимулирующих мер.

Так, рост доходности испанских бумаг по итогам дня «ограничился» 10-15 б.п., итальянский сегмент не только удержался на уровнях понедельника, но даже проявил способность на длинной дюрации еще и прибавить в ценах: доходность снизилась на 10 б.п. – до 5,84% по 10-летним бумагам. Довольно некомфортно ситуация сложилась для госбумаг Франции, хотя их доходности, также как и у испанских бондов, прибавили порядка 10 б.п., но здесь опасения потери максимального странового рейтинга, пожалуй, наиболее выразительны – спрэд к немецким бондам вновь вышел за пределы 100 б.п. (104 б.п.).

С точки зрения возможного пересмотра требований к премиям по европейским госдолгам, показательным будет сегодняшнее доразмещение 5-летних бумаг Германии на сумму 5 млрд евро.

В сегменте американского госдолга общий настрой ощущает достаточно серьезное влияние спекуляций на ожиданиях позитивного новостного фона из Европы. На фоне этого доходности UST постепенно прибавляют. По 10-летним treasuries вчера доходность выросла на 5 б.п. до 2,09% годовых.

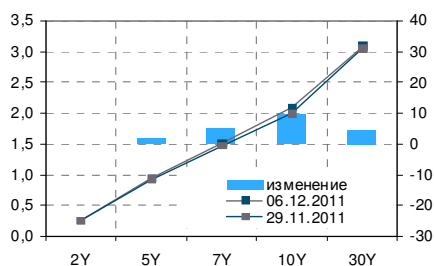
На международном валютном рынке сохраняется довольно непростая ситуация. Инвесторы предпочитают не совершать активных действий накануне предстоящего саммита стран ЕС, от которого зависит как минимум их кредитный рейтинг. Небольшое оживление на рынке можно было наблюдать в момент публикации статистики из Германии. Вместе с тем, рост пары EUR/USD был довольно умеренным, ведь, несмотря на позитивные данные, европейская валюта продолжает находиться в заложниках у агентства Standard&Poor's, сообщающего о планах по массовому пересмотру рейтингов. На наш взгляд, дополнение к имеющемуся перечню кандидатов на понижение рейтинга выглядит вполне логичным на фоне того, что рейтинги стран, дающих гарантии, возможно, не будут соответствовать уровню «AAA». В целом, ситуация на рынке выглядит довольно неоднозначной крупные инвесторы предпочитают до подведения итогов Саммита воздержаться от совершения каких-либо сделок, отдавая площадки на откуп спекулянтов.

Российские еврооблигации

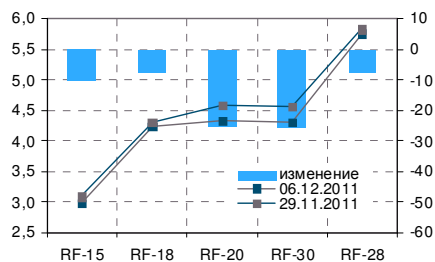
Российские евробонды стали вчера объектом панических продаж. Опасения рисков политической нестабильности стали причиной массового бегства зарубежных инвесторов из российских активов.

Несмотря на возможное давление негативного сообщения S&P о возможном снижении рейтингов европейских стран, торговая сессия в российских евробондах началась довольно позитивно и ничего не

Кривая доходности гособлигаций США



Кривая доходности гособлигаций России



предвещало резкой смены настроений. Котировки Russia-30 были около отметки 119,125%. Находящиеся в зоне положительных значений американские фьючерсы поддерживали спрос. Ситуация начала существенно меняться, когда тревожные сигналы начали поступать с российского фондового рынка, отражающего массовый выход инвесторов из российских активов. Достаточно быстро цены бенчмарка опустились до локального минимума – 117,75% (УТМ 4,37%). К закрытию удалось несколько отодвинуться от минимумов – котировки были в диапазоне 118,125 - 118,25% (УТМ 4,32-4,30%).

В негосударственных выпусках аутсайдером был Газпром – ценовые потери по всей его кривой были на уровне 1,5-2%, а выпуск Газпром-19 подешевел на 2,5%.

Выпуск ВымпелКом-22 по-прежнему был в центре торговой активности, и если утром были намеки на рост котировок, то по итогам дня потери составили порядка 1%. Можно отметить, что «-1%» было средней переоценкой по итогам дня по всему негосударственному сегменту.

Обратим внимание, что анонсированный ВЭБом план разместить новый 5-летний выпуск с премией 25-30 б.п. к рыночным котировкам спровоцировал волну продаж по торгующимся выпускам – потери составили от 0,75% до 1%. Прозвучавшее вечером сообщение о том, что при текущей ухудшившейся конъюнктуре эмитент предпочел повременить с размещением, стало поводом для возобновления спроса на бумаги ВЭБа, и они отыграли фактически половину дневных потерь.

Рублевые облигации

Инвесторы не стали игнорировать общий негативный настрой, хотя на обвал локального фондового рынка отреагировали лишь снижением торговой активности. Сегодня Минфин проведет аукцион по размещению ОФЗ 26206.

Давление панических продаж локального фондового рынка было довольно сложно игнорировать, однако в сегменте рублевых долговых бумаг обошлось без агрессивного sale-off. Инвесторы реагировали сокращением торговой активности, предпочитая не предпринимать поспешных действий. В ОФЗ отрицательные переоценки все же были – снижение котировок в пределах 20 б.п. На этом фоне ориентир Минфина для сегодняшнего аукциона по ОФЗ 26206 (8-8,1%) выглядит не особо привлекательно, что может стать причиной ограниченного спроса при размещении.

В негосударственном секторе также преобладали продажи. Общий уровень отрицательных переоценок варьировался в диапазоне от 10 б.п. до 1%, отражая по большей части индивидуальные предпочтения инвесторов закрыть позиции, нежели какие-то фундаментальные характеристики кредитного профиля эмитентов, чьи бумаги стали объектом продажи.

Отметим, что общее положение рублевого сегмента остается довольно непростым в силу того, что он ощущает на себе давление не только фактора пока не восстановившейся рублевой ликвидности, но и общего негативного сентимента в отношении российских рисков, усилившегося за последние дни.

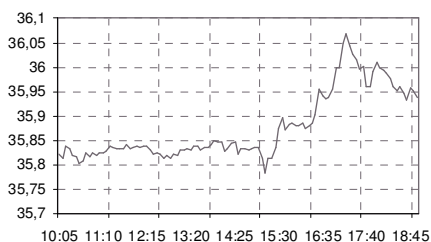
Ольга Ефремова

Forex/Rates

ЦБ и Минфин продолжают сокращать присутствие на денежном рынке.

При открытии вчерашних торгов рубль продемонстрировал небольшое ослабление на фоне сохраняющихся опасений снижения рейтингов 15 стран ЕС. Безусловно, окончательное решение будет принято еще не скоро, однако инвесторы предпочитают уже минимизировать риски возможных неблагоприятных исходов событий. Кроме того,

Динамика бивалютной корзины



дополнительные опасения, связанные с возникшими политическими рисками, отпугнули инвесторов от национальной валюты. На наш взгляд, в ближайшее время можно будет рассчитывать на небольшую компенсацию за вчерашнее падение рубля.

Ситуация на денежном рынке складывается противоречивой: ЦБ, невзирая на то, что кредитные организации практически полностью привлекают все предлагаемые им ресурсы на аукционах прямого РЕПО, не спешит повышать лимиты. На наш взгляд, данные действия могут быть одной из форм валютного регулирования. В условиях появления недостатка рублевой ликвидности кредитные организации будут вынуждены продавать имеющуюся на балансе валюту. Кроме того, подобной же стратегии придерживается и Минфин, сокращающий предложение на депозитных аукционах, при этом формируя ажиотажный спрос на ресурсы. Так, на вчерашнем аукционе по размещению 50 млрд руб. объем в поданных заявках почти вдвое превысил предложение. Вместе с тем, остатки на корсчетах и депозитах пока удерживаются на комфортных уровнях и составляют 803,9 млрд руб. Ставка MosPrime o/n продолжила снижаться и достигла уровня 5,37%.

Алексей Егоров

Наши ожидания

Конъюнктура рынков формируется ожиданиями, и, вероятно, именно это отражает достаточно слабую торговую активность. Настороженное отношение к российским рискам пока сохраняется, однако удержаться от соблазна покупать подешевевшее будет довольно сложно. На этом фоне ждем осторожные покупки в сегменте евробондов. В рублевом сегменте в центре внимания аукцион по ОФЗ 26206, где, по нашим ожиданиям, спрос будет достаточно слабым. Общий фон также сложно назвать комфортным для покупок.

На наш взгляд, сегодня следует рассчитывать на небольшое улучшение ситуации на локальном валютном рынке. Возможно, поддержку окажет ожидаемый недостаток рублевой ликвидности на фоне возврата Минфину 61 млрд руб.

*Ольга Ефремова
Алексей Егоров*

Календарь событий

Долговой рынок

7 декабря	Размещение: Uranium One Inc., 01
8 декабря	Размещение: БИНБАНК БО-03
9 декабря	Размещение: Альфа-Банк 02
13 декабря	Размещение: Свердловская область, 34001
15 декабря	Размещение: Республика Коми, 32010

Внешний долговой рынок

5 декабря	Размещение векселей Франции срочностью 3, 6 месяцев и 1 год на общую сумму 7,5 млрд евро
7 декабря	Доразмещение 5-летних госбумаг Германии на сумму 5 млрд евро
	Размещение 3-месячных векселей Португалии

Денежный рынок

7 декабря	Выплата купона ОФЗ 46018 на 2,57 млрд руб.
	Возврат Минфину 3,21 млрд руб. с депозитов банков (26 апр под 4,65%)

Макроэкономические события

8 декабря	Заседание ЕЦБ по ставке
8-9 декабря	Саммит ЕС (основная тема: законодательные правила фискального союза в Европе)
9 декабря	Индекс потребительского доверия Мичигана прогноз на декабрь

Корпоративные события

8 декабря	Северсталь опубликует финансовые результаты за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по МСФО.
8 декабря	ВТБ опубликует финансовые результаты за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по МСФО.
8 декабря	Ростелеком представит отчетность за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по МСФО.
8 декабря	Башнефть опубликует финансовые результаты за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по US GAAP.
14 декабря	АФК Система опубликует финансовые результаты за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по US GAAP.

Новости коротко

Макроновости

- Европейская комиссия одобрила финансовый пакет для поддержки государственного управления, регионального развития, энергоэффективности и охраны окружающей среды на **Украине** в 2011г. на 105 млн долл. В том числе на реформу государственного управления направят 70 млн евро, на поддержку политики регионального развития - 20 млн евро.
- Спрос на средства федерального бюджета на депозитном аукционе Минфина составил 98,1 млрд руб. при предложении в 50 млрд руб. Ставка отсечения составила 6,82% годовых. Средневзвешенная ставка по подлежащим удовлетворению заявкам – 7,07% годовых, при минимальная процентной ставки размещения установленной Минфином на уровне 6,3% годовых.

Корпоративные новости

- Глава **Сбербанка** Г.Греф вчера озвучил планы Банка на следующий год:
 - В 2012 году банк планирует увеличить кредитование на 24% при среднеотраслевых прогнозах в 20%. В случае негативного развития ситуации и падения цены на нефть до 60-70 долл. за баррель Сбербанк в 2012 году ожидает рост кредитного портфеля близкий к нулю.
 - Банк будет уделять внимание кредитованию малого и среднего бизнеса, постепенно увеличивая свою долю на этом рынке. Портфель кредитов, выданных Сбербанком малому и среднему бизнесу, ожидается к 2015 году на уровне 1 трлн руб.
 - Сбербанк России не будет проводить приватизацию до конца 2011 года. В случае стабилизации ситуации на рынках в январе 2012 года Сбербанк может провести приватизацию при улучшении ситуации на рынке. При этом перед Сбербанком не стоит задачи при проведении приватизации дожидаться цены акции уровня IPO. /Интерфакс
- **МКБ** планирует в 2012 году получить чистую прибыль по МСФО на уровне 4-4,5 млрд руб. На текущий год Банк сохраняет прогноз по чистой прибыли на уровне 3 млрд руб. По росту кредитования консервативный прогноз на 2012 год составляет 20%. При этом отмечается, что этот рост банк может обеспечить только за счет капитализации прибыли. Рост кредитования с учетом вхождения в капитал МКБ инвесторов может составить 50%. Напомним, что в январе-сентябре 2011 года МКБ увеличил чистую прибыль по МСФО на 29,1% - до 2,36 млрд руб. по сравнению с 1,83 млрд руб. за аналогичный период 2010 года. Эмитент по итогам трех кварталов 2011 года занял 21 место по размеру активов в рейтинге российских банков. Касательно долга, по словам зампреда правления банка В.Чубаря, МКБ в 1 полугодии 2012 года может разместить облигационный заем, при этом более вероятно – во 2 квартале. Если будет достигнута договоренность о вхождении инвесторов (ЕБРР и IFC) в капитал банка, то будет необходимо более обширное фондирование. /Интерфакс/

Долговые рынки

- Согласно анонсу Минфина, ориентир доходности при размещении на аукционе 7 декабря ОФС серии **26206** на сумму 10 млрд руб. составляет 8-8,1% годовых.
- Торги биржевыми облигациями **ЛК «УРАЛСИБ»** серии БО-04 на ФБ ММВБ с сегодняшнего дня будут проходить в котировальном списке «А» первого уровня. До этого торги облигациями указанного выпуска на ФБ ММВБ проходили в котировальном списке «В».
- Ставка 6-7 купонов по облигациям **АКБ «МБРР»** серии 05 установлена в размере 9,5% годовых. Размещение выпуска объемом 5 млрд руб. состоялось в июне 2009 года.

С учетом того, что МДМ Банк (Ва2/В+/ВВ) по новому выпуску предлагает доходность 9,2-9,75% к годовой оферте, то предложение со стороны МБРР (В1-/В+) смотрится «скромно». В плюс уже обращающемуся займу можно отнести его нахождение в Ломбардном списке, однако в перечне прямого РЕПО с ЦБ он все же отсутствует.
- **ВЭБ** отменил размещение 5-летних евробондов в долларах США из-за плохой конъюнктуры на рынках. Еще во вторник днем ВЭБ планировал разместиться с доходностью около 5,625% годовых, что предполагает спред к среднерыночным

свопам в размере 430 б.п. Предполагается, что ВЭБ вернется на рынок после того, как ситуация стабилизируется.

- Наблюдательный совет **ВЭБа** принял и утвердил решения о размещении 9 выпусков облигаций на сумму 120 млрд руб.: 18-20, 25 выпуски – по 10 млрд руб., 21-24 выпуски – по 15 млрд руб., 26 выпуск – 20 млрд руб. Срок обращения всех займов – 20 млрд руб.

Рейтинги и прогнозы

- Международное рейтинговое агентство Standard&Poor's поместило на пересмотр с возможностью понижения долгосрочный рейтинг **Европейского фонда финансовой стабильности** (European Financial Stability Facility, EFSF) «AAA». Одновременно S&P подтвердило краткосрочный рейтинг EFSF на уровне «A-1+».
- Агентство Moody's понизило долгосрочный рейтинг по депозитам в национальной валюте и рейтинг долговых обязательств **«АК БАРС» БАНКа** с «Ba3» до «B1». Рейтинг финансовой устойчивости Банка подтвержден на уровне «E+». Прогноз по всем рейтингам – «Негативный». Одновременно рейтинговое агентство Moody's Interfax понизило рейтинг Банка по национальной шкале до «A2.ru» с «Aa3.ru».

Отметим, что в сентябре-октябре у банка наблюдается отток средств клиентов (9 млрд руб.) и сокращение объема выпущенных бумаг (5 млрд руб.), включая векселя, что при активах Банка в размере 282 млрд руб. является заметной суммой. Сокращение данных источников фондирования компенсируется размещенными госсредствами на счетах банка, депозитами Минфина и средствами ЦБ. Последнее, на наш взгляд, могло в том числе спровоцировать рейтинговые действия со стороны Moody's. Отметим, что от Fitch рейтинг сохраняется на уровне «BB»

Главные новости

МДМ Банк вчера открыл книгу заявок на выпуск БО-04 объемом 5 млрд руб.

Новый выпуск МДМ Банка предлагает (УТР 9,2-9,75% к годовой оферте) к его уже обращающимся бумагам премию порядка 40-90 б.п., что по верхней границе выглядит довольно интересно. Однако в текущих условиях мы бы отдали предпочтение облигациям Альфа-Банка, книга по которым закрывается сегодня.

Событие. МДМ-Банк во вторник открыл книгу заявок на биржевые облигации серии БО-04 объемом 5 млрд руб. Заккрытие книги – 14 декабря. Размещение состоится 16 декабря. Ориентир по купону установлен в диапазоне 9-9,5%, что соответствует доходности 9,2-9,75% к годовой оферте.

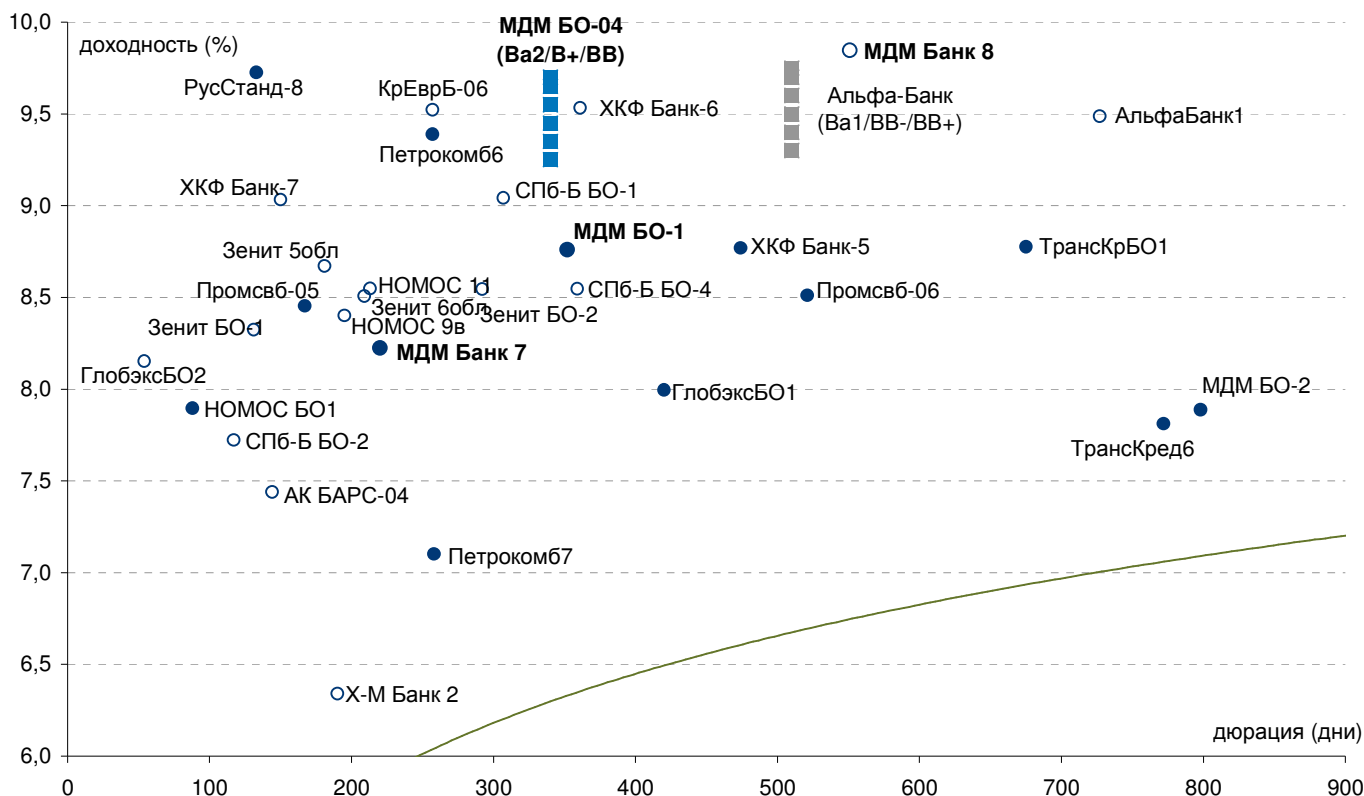
Комментарий. В настоящее время у МДМ Банка (Ba2/B+/BB) обращается три выпуска рублевых облигаций: 07, 08 и БО-01 совокупным объемом 16,2 млрд руб. Напомним также, что сегодня заканчивается размещение Альфа-Банка (Ba1/BB-/BB+) тоже на 5 млрд руб.: при почти тех же ориентирах диапазона доходности (9,25-9,77%) заем подлиннее – на 1,5 года.

Таким образом, выпуск МДМ Банка привлекательнее по ставке, однако учитывая тот факт, что эмитент в 2,5 раза меньше по активам, чем Альфа-Банк, а его рейтинги на ступень ниже, то инвестору, по сути, придется в очередной раз для себя определять комфортное соотношение риск/доходность. В рамках этого последние негативные тенденции в отчетности МДМ Банка за 1 полугодие 2011 года (см. наш обзор http://nomos.ru/upload/iblock/c27/Daily_21_10_2011.pdf) и неопределенность в акционерной структуре (выход И.Кима) играют не в «плюс» банку.

Отметим, что во втором полугодии 2011 года (июль-октябрь) мы наблюдаем продолжение отрицательной динамики: кредитный портфель сократился (по РСБУ) на 6% до 215 млрд руб. С учетом сокращения объема выпущенных ценных бумаг (в том числе ввиду дополнительного PUT-option по займу БО-02), уменьшения размера привлечения средств на МБК и вероятного оттока средств в ноябре ввиду выкупа доли акций Кима на фоне негативной конъюнктуры на финансовых рынках, не исключено, что вопрос дополнительной ликвидности для МДМ Банк довольно актуален. В октябре Банк, судя по отчетности, впервые в этом году привлек депозит Минфина на 10 млрд руб. на срок до 180 дней, что позволило поддержать метрики эмитента. Замена краткосрочного фондирования более долгосрочным, на наш взгляд, позитивно повлияет на финансовую стабильность.

Новый заем к уже обращающимся бумагам МДМ Банка предлагает премию около 40-90 б.п., что, в целом, по верхней границе самостоятельно смотрится достаточно интересно. Однако при текущей конъюнктуре мы отдаем предпочтение более качественному, если сравнивать с Альфа-Банком, эмитенту.

Распределение доходностей облигаций эмитентов финансового сектора.



Источники: ММВБ, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА
 Елена Федоткова

СИТРОНИКС: выборочные показатели отчетности за 3 кв. и 9 мес. 2011 г.

Финансовые результаты компании оказались несколько слабыми как в части прибыльности бизнеса, так и долговой нагрузки. По итогам 2011 г. ждем улучшения ситуации в свете завершения реализации крупных проектов.

Событие. Вчера СИТРОНИКС опубликовал выборочные показатели отчетности за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по US GAAP.

Комментарий. За январь-сентябрь 2011 г. выручка компании увеличилась на 36% до 927 млн долл. (к а.п.г.) главным образом за счет хороших продаж оборудования в сегменте «Информационные технологии» («+89,5%» до 279 млн долл.) и продукции «Микроэлектроники» («+31,1%» до 235 млн долл.). Кроме того, в 3 кв. в «Телекоммуникационных решениях» был отмечен рост продаж биллинговых решений линейки FORIS, что позволило показать увеличение квартальной выручки на 40,3% к 3 кв. 2010 г. (в целом за 9 мес. 2011 г. прирост составил 14,5% до 384 млн долл.). Эффект укрепления операционных валют компаний Группы к доллару в отчетные периоды также внес свой вклад в позитивную динамику выручки. Менеджмент компании вновь подтвердил прогноз по росту годовой выручки на уровне 15-20%. С момента публикации результатов за 2 кв. СИТРОНИКСу удалось заключить новых контрактов на сумму 237 млн долл., которые окажут поддержку выручке.

Прибыльность бизнеса компании за 9 мес. 2011 г. снизилась: рентабельность OIBDA составила 4,4% против 7,4% годом ранее. Давление было оказано возросшими низкомаржинальными продажами в IT-сегменте, а также ростом расходов на маркетинг/продвижение компании на рынках (SG&A-затраты увеличились на 13,3% до 124 млн долл.) и на НИОКР («+23,5%» до 19,7 млн долл.). Кроме того, увеличились затраты на СП с РОСНАНО по запуску производства микросхем размерностью 90 нм и по-прежнему снижаются амортизационные отчисления по нематериальным активам

INTRACOM TELECOM. По итогам 2011 г. менеджмент ожидает рентабельность OIBDA на уровне 7%, что вполне реализуемо, учитывая завершение крупных проектов к концу года, как, например, разработка интеллектуальной транспортной системы для Москвы (стоимость проекта более 200 млн долл.). В отчетном периоде у компании несколько возросли чистые убытки (с 76 до 87 млн долл.), на формирование которых оказали влияние в том числе курсовые разницы на сумму 14,9 млн долл.

Долговая нагрузка СИТРОНИКСа с начала года возросла: долг увеличился на 11,2% до 828 млн долл., соотношение Долг/OIBDA, по нашим оценкам, составило 8,6х против 7,1х в 2010 г., Чистый долг/OIBDA – 7,8х против 4,6х соответственно, что является довольно высоким уровнем. Причем, на долю краткосрочного долга пришлось 75% (621 млн долл.). Но здесь важно учесть, что в отчетном периоде компания привлекла краткосрочный кредит на 3 млрд руб. (чуть менее 100 млн долл.) под проект ИТС с Москвой, который будет погашен 31 декабря 2011 г., как раз к завершению проекта. Кроме того, уже после отчетной даты СИТРОНИКСу удалось рефинансировать кредит на сумму 230 млн долл. (долг был переведен на «материнскую» РТИ). Оставшаяся часть короткого долга включает бонд INTRACOM TELECOM на 120 млн евро и два выпуска облигаций серий БО-1 на 2 млрд руб. (оферта в июне 2012 г.) и БО-2 объемом 3 млрд руб. (оферта в октябре 2012 г.), которые компания, вероятно, попытается оставить «в рынке», что во многом будет зависеть от ситуации на торговых площадках. В целом за 2011 г., долговая нагрузка компании, вероятно, будет на уровне прошлого года.

Учитывая высокую потребность СИТРОНИКСа в денежных средствах для погашения краткосрочного долга, мы считаем риски рефинансирования компании высокими. Вместе с тем достигнутый прогресс на пути рефинансирования долга и наличие поддержки со стороны сильного акционера в лице АФК «Система» добавляют уверенности, что компании удастся безболезненно исполнить обязательства по долгу.

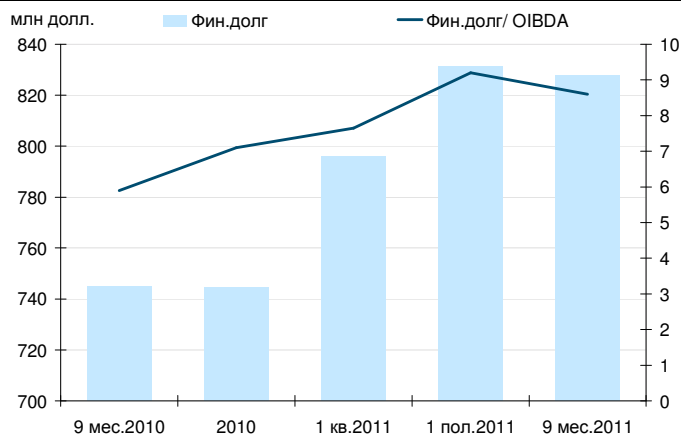
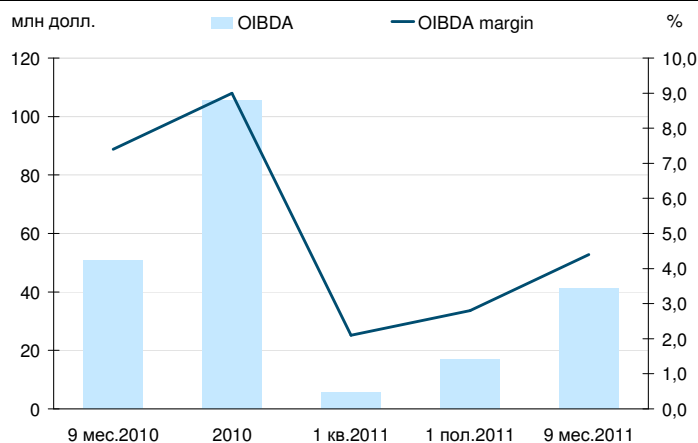
Облигации СИТРОНИКСа серий БО-1 (УТР 13,22%/0,52 г.) и БО-2 (УТР 14,69%/0,82 г.) предлагают солидную доходность, но ликвидность весьма ограничена. Бумаги могут представлять интерес для инвесторов, готовых к рискам, поскольку обеспечивают не только высокий купонный доход, но и несут ценовой апсайд относительно номинала, который станет ценой выполнения оферт (в июне и октябре 2012 года).

Финансовые показатели СИТРОНИКСа (US GAAP)

\$ млн	9 мес. 2011	9 мес. 2010	2010	Изм. %
Выручка	927	682	1 167	35,8
OIBDA	41	51	106	-18,9
Чистый убыток	-87	-76	-60	-
% расходы	57	62	79	-8,5
Активы	1 857	-	2 010	-7,6
Денежные средства и их эквиваленты	79	-	262	-69,7
Финансовый долг, в т.ч.:	828	-	745	11,2
долгосрочный	207	-	215	-3,9
краткосрочный	621	-	529	17,3
Чистый долг	749	-	483	55,0
Рентабельность OIBDA	4,4%	7,4%	9,0%	-3,0 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	отриц.	отриц.	отриц.	-
Фин.долг/OIBDA	8,6	-	7,1	-
Чистый долг/OIBDA	7,8	-	4,6	-
OIBDA/% расходы	0,7	0,8	1,3	-
Фин. долг/Активы	0,4	-	0,4	-

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Динамика финансовых показателей СИТРОНИКСа (US GAAP)



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Александр Полютов

Первичное предложение ЮниКредит – неинтересно на фоне МСП Банка.

Ориентир доходности к 2-летней оферте находится в диапазоне 8,94-9,20%, что смотрится довольно дорого на фоне запланированного размещения дочернего банка ВЭБа – МСП Банк, который обладает аналогичным рейтингом, что и ЮниКредит.

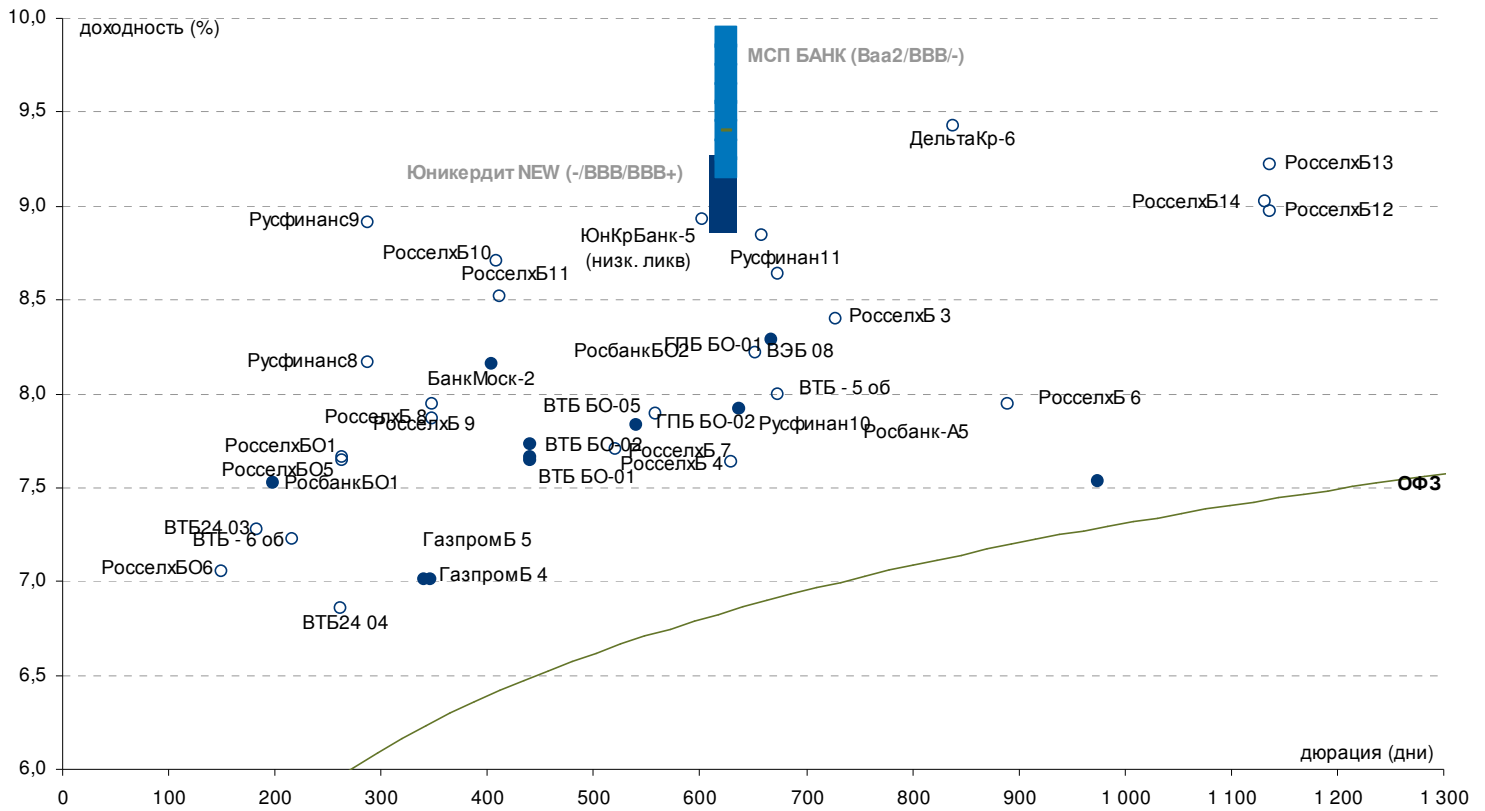
Событие. В понедельник российская дочка итальянской группы UniCredit – ЮниКредит Банка (-/BBB/BBB+) открыла книгу заявок на участие в новом выпуске серии БО-1 объемом в 5 млрд руб. с офертой через 2 года. Закрытие книги запланировано на 9 декабря. Ориентир купона находится в диапазоне 8,75-9,0%, что трансформируется в доходность к оферте 8,94-9,20%.

Комментарий. В последние два месяца дочерние банки западных финансовых групп активизировались на российском долговом рынке, среди имен можно отметить ОТП Банк, Кредит Европа Банк, ИНГ Банк (Евразия), ДельтаКредит, Русфинанс Банк, Абсолют Банк. Из перечисленных эмитентов удалось разместиться далеко не всем. Так, Кредит Европа, Абсолют и Русфинанс отменили размещение. Отметим, что значимой активности, по сравнению с другими бумагами, вышедшими в последнее время на первичный рынок, у бумаг не было. Так, ОТП Банк БО-3 не удалось превысить отметку номинала, и бумага осталась на уровне первичного размещения. Очевидно, что такое положение дел обусловлено не прекращающимися опасениями вокруг роста рисков европейских банков. Отметим, что если бизнес российской дочки показывает вполне сильные финансы (комментарий:

http://st.finam.ru/ipo/comments/_NOMOS_daily_debt_markets_16_11_2011.pdf), то у материнской структуры не все так гладко: за 3 квартал 2011 года у банка был сформирован отрицательный результат в 10,6 млрд евро. Отметим также, что проблемой является довольно весомый объем погашения бондов в 2012 году - 51 млрд евро. Также полученные убытки выявили проблему пополнения капитала, который планируется в первом квартале 2012 года на 7,5 млрд евро. Стоит напомнить и про весомый набор итальянских суверенных бондов на счетах банка. Вместе с тем, конечно, масштабы банка позволяют относить его к списку too big fail и соответственно гарантировать получение консолидированной поддержки от различных финансовых регуляторов Европы.

Два выпуска облигаций ЮниКредита на сегодняшний день практически не ликвидны, что вряд ли сможет сделать их ориентиром для оценки нового предложения банка. Вместе с тем, запланированное (14 декабря планы по открытию книги) размещение дочернего банка ВЭБа – МСП Банк (Ваа2/BBB/-), который обладает аналогичным рейтингом, что и ЮниКредит, может составить неплохую конкуренцию. Так, диапазон доходности бонда МСП при аналогичной дюрации составляет 9,20-9,99%. Безусловно, разница в масштабах довольно существенная: МСП занимает 40 место по активам среди российских банков, а у ЮниКредит 7 строчка, но и доходности у банка выше. Резюмируя, в сложившейся конъюнктуре мы скорее «За» более понятный кредит дочки ВЭБа, то есть материнской структуры, и считаем, что доходность, предлагаемая ЮниКредит Банком, не достаточна для возможных рисков головной структуры.

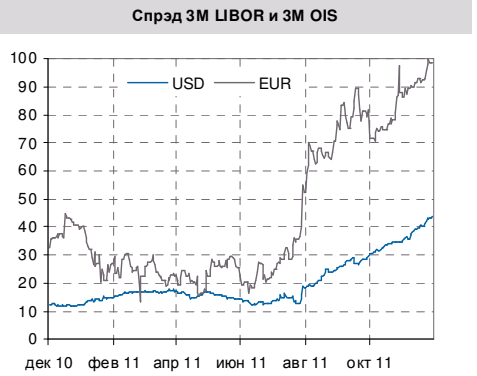
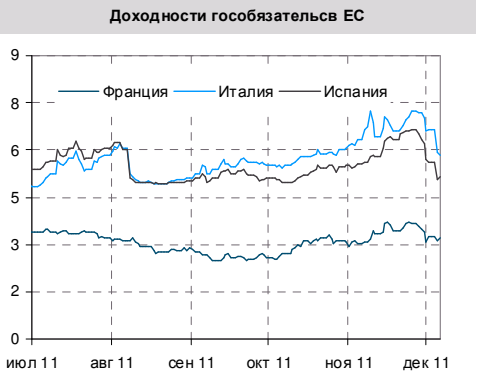
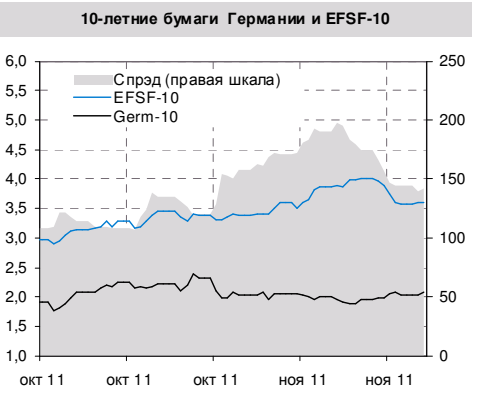
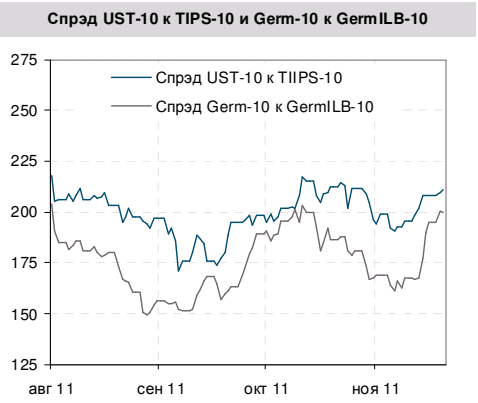
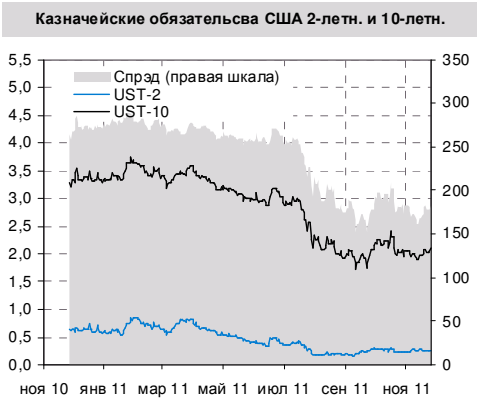
Распределение доходностей облигаций эмитентов финансового сектора с международным рейтингом «BBB+» – «BBB-» / «Baa1» – «Baa3»



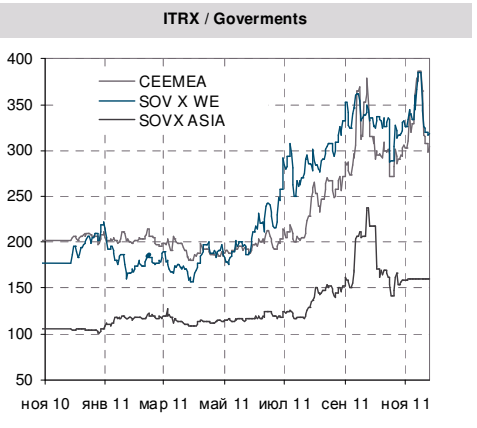
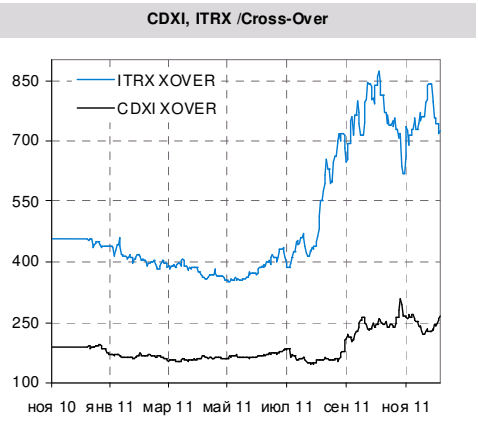
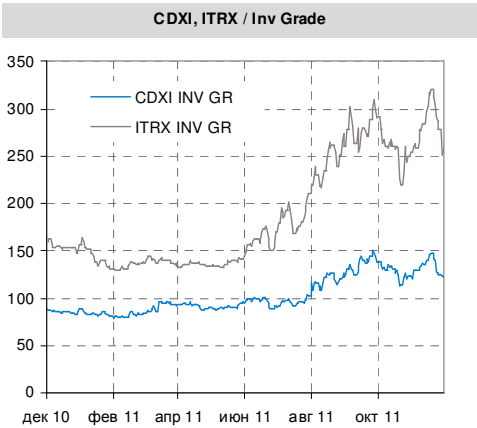
Источники: ММВБ, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Игорь Голубев

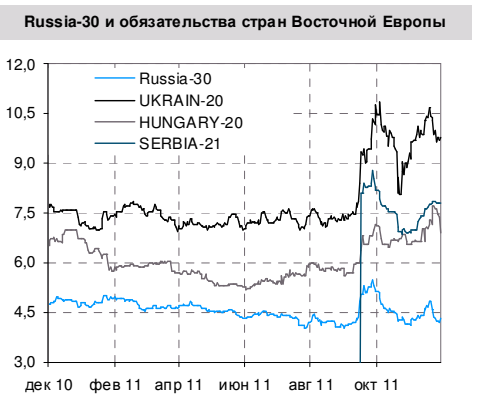
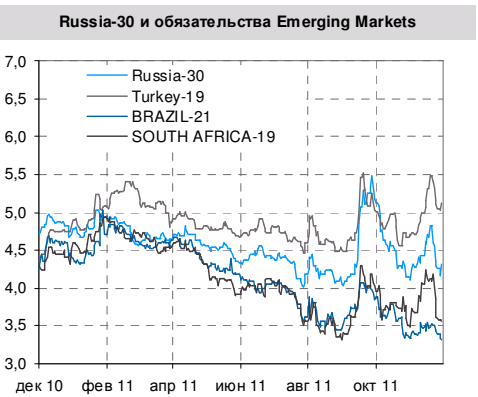
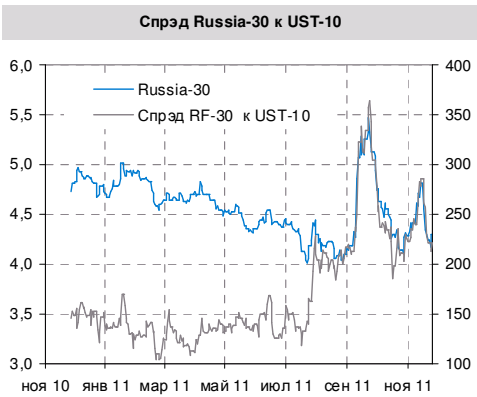
ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ



ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

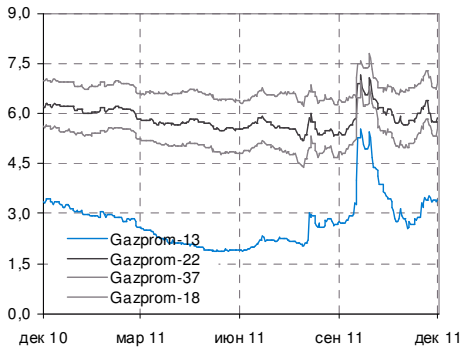


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

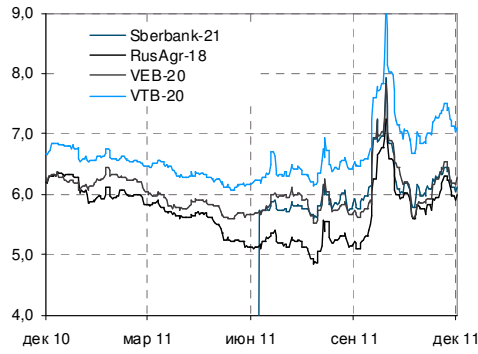


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

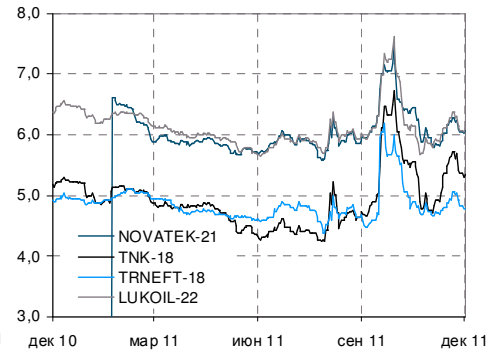
Еврооблигации Газпрома



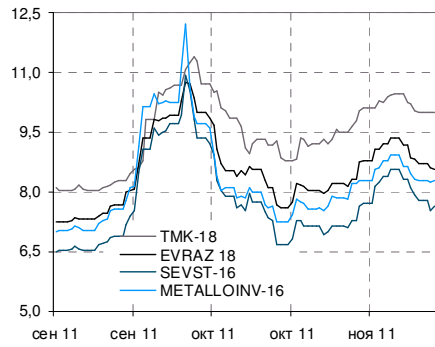
Евробонды госбанков



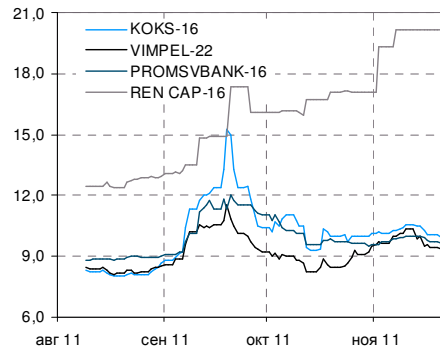
Еврооблигации нефтегазового сектора



Еврооблигации металлургического сектора



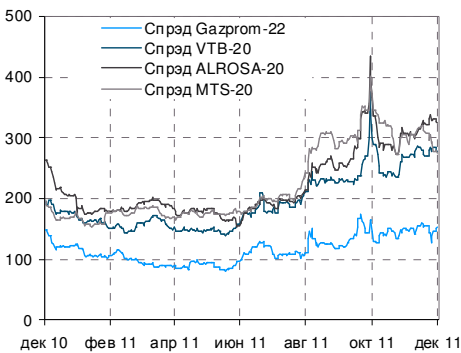
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



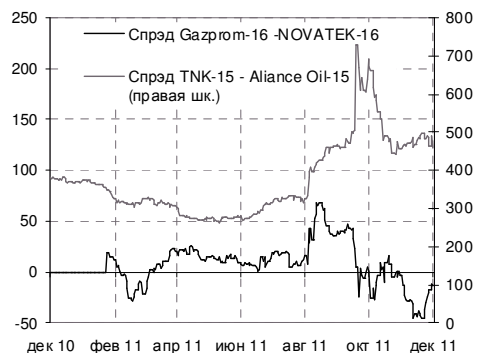
Еврооблигации, номинированные в рублях



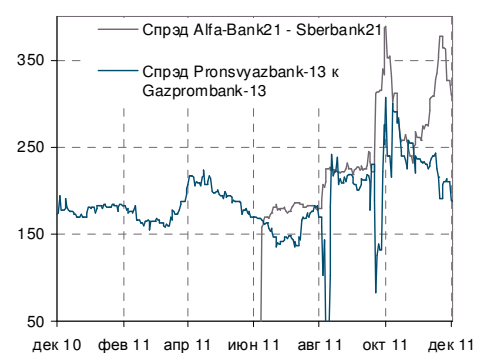
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

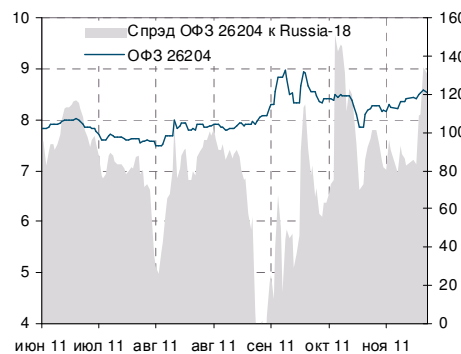


Спрэды в банковском секторе

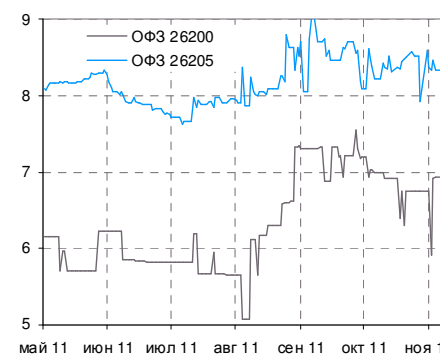


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

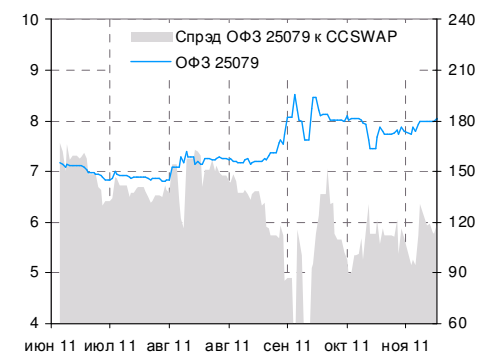
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

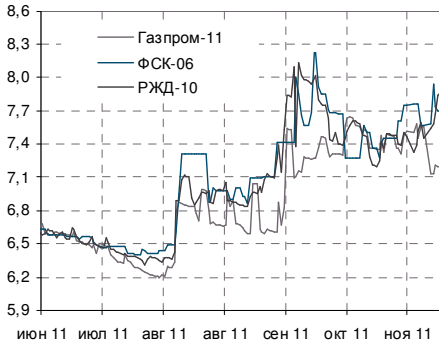


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

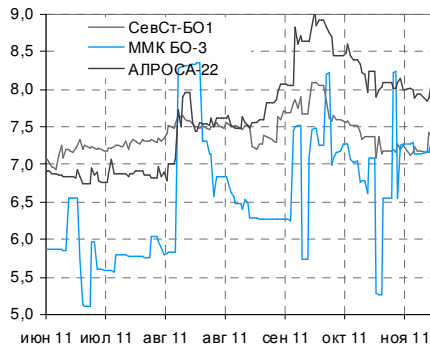


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

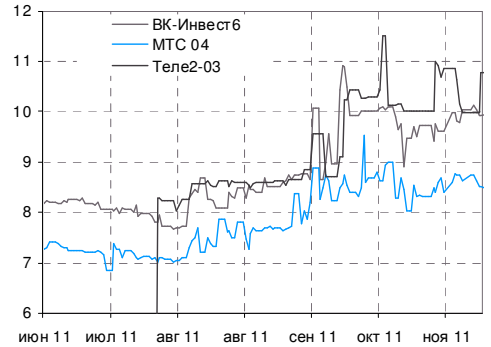
Доходности российских монополий



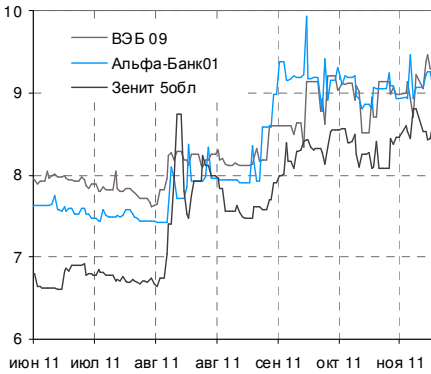
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



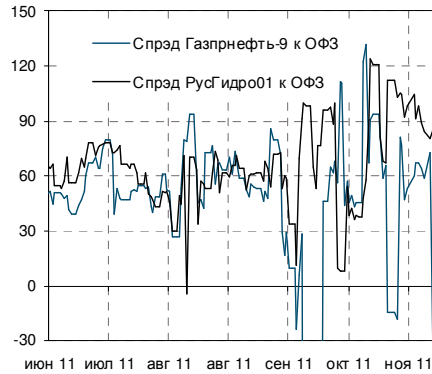
Доходности "Телекоммуникации"



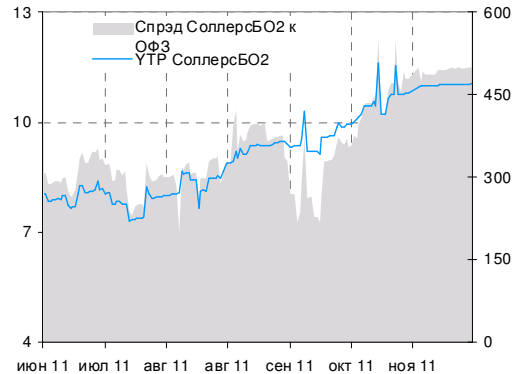
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

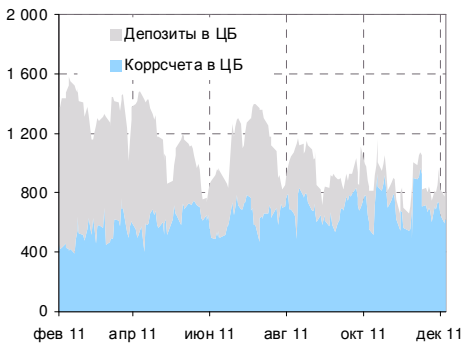


Облигации с текущей доходностью выше 10%

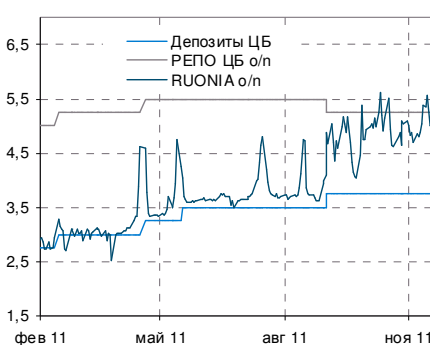


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

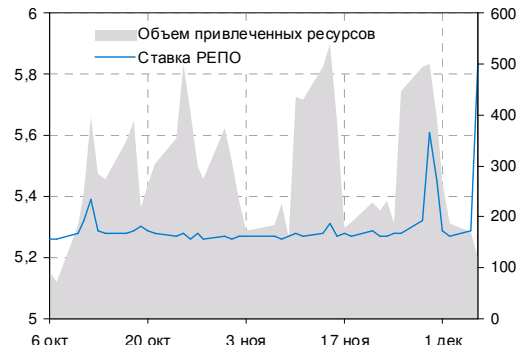
Динамика депозитов и остатков на кор. счетах



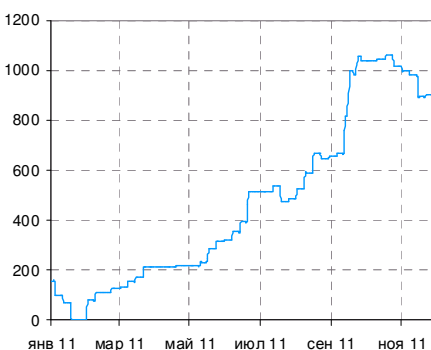
Динамика ставок денежного рынка



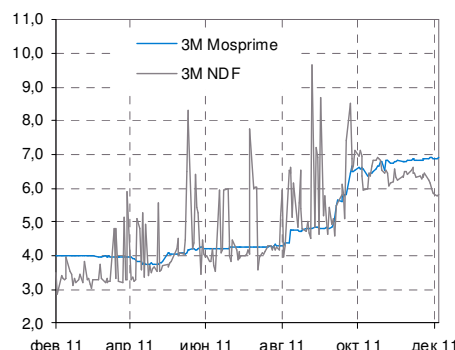
Динамика объемов и ставок РЕПО (о/п)



Динамика задолженности по депозитам Минфина



3M Mosprime и ставка NDF



Динамика валютного курса



Аналитический департамент

Тел. (495) 797-32-48

Факс. (495) 797-52-48

research@nomos.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Нефть и газ

Денис Борисов

Borisov_DV@nomos.ru

Металлургия

Юрий Воллов, CFA

Volov_YM@nomos.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин

Lyamin_MY@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin_IA@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

Кредитный анализ

Александр Полютков

Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова

Fedotkova_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК рассматривает в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК, его 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 Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

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

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