

Долговые и денежные рынки  
11 марта 2013 г.

## Конъюнктура рынков

### Внешние рынки

Новости из-за океана продолжают внушать оптимизм глобальным инвесторам. На этот раз ключевой была новость о снижении показателя безработицы в США.

### Российские еврооблигации

Суверенные бумаги активно продавали в четверг и пятницу на фоне роста доходностей в UST. «Голубые фишки» следовали негативной динамике. Бонды с неинвестиционным рейтингом сохраняли спрос инвесторов.

### Рублевые облигации

Локальный рынок перед длинными выходными оставался без особых движений.

### FX/Rates

Национальной валюте не хватает импульса для преломления нисходящего тренда. Локальные участники скептически реагируют на внешний позитивный настрой

### Наши ожидания

Сегодня настроения инвесторов могут оказаться под давлением снижения рейтинга Италии от Fitch, однако участники торгов уже не столь активно реагируют на рейтинговые изменения европейских держав. Внимание инвесторов будет приковано к статистике из Германии (торговый баланс), Франции (промпроизводство), Италии и Португалии (ВВП). Ждем, что участники торгов будут пользоваться позитивом конца прошлой недели и сохранят интерес к риску.

Национальная валюта сегодня, вероятнее всего, продолжит торговаться на уровнях четверга, при этом не исключено, что все же во второй половине дня рубль все же попытается продемонстрировать небольшое укрепление.

### Главные новости

**ТКС-Банк (B2/-/B) – итоги по МСФО за 2012 год.**

Второй розничный банк демонстрирует позитивные итоги и высокие темпы роста. При этом также мы наблюдаем увеличение уровня NPL (90+).

**Ростелеком и МегаФон: итоги book-building по бондам.**

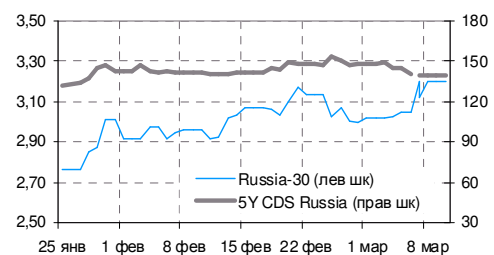
Закрытие книги заявок по бумагам МегаФона выглядит

#### Россия - основные индикаторы

	значение	изм. б.п
Russia-30	3,20	15
CDS России	139	-6
MOSPRIME o/n	6,24	14
NDF 3M	6,37	10

	значение	изм.
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	769,4	-25
Остатки на депозитах, млрд руб.	113,6	7
Доллар / рубль (ЦБ), руб	30,76	0,09
Корзина (ЦБ), руб	34,89	0,04

#### Динамика доходности Russia-30 и CDS России



#### Глобальные рынки

	значение	изм. б.п
LIBOR 3M	0,28	-0,2
ERIBOR 3M	0,20	0,0
EUR/USD	1,2990	
UST-10	2,04	11
Германия-10	1,52	7
EFSF-10	1,83	6
Италия - 10	4,59	-6
Испания - 10	4,75	-24
Португалия-10	5,87	-21
CDS 5Y Ирландия	160	-4
CDS 5Y Португалия	370	-13
CDS 5Y Италия	258	-14
CDS 5Y Испания	251	-15

#### Индикаторы отношения к риску

	значение	изм.
iTRAXX Crossover 5Y	402,2	-27
iTRAXX CEEMEA 5Y	170,0	-4
iTRAXX SOVX WE 5Y	96,4	-3

#### Рублевые облигации

	доходность	изм. б.п
ОФЗ 25075	6,00	1
ОФЗ 26205	6,70	-1
ОФЗ 26207	7,26	4
Газпром-11	2,93	-439
РЖД-10	-0,22	-723
ФСК-15	7,61	8
МТС-05	8,48	10
ВымпелКом-4	8,47	8
Металинвест-5	8,54	-2
РусалБр-8	11,85	-14
РСХБ-15	7,66	-1

#### Российские еврооблигации

	доходность	изм. б.п
Russia-18 RUB	6,02	1
Gazprom-37	5,53	4
Sberbank-21	4,25	8
AlfaBank-21	5,59	2
Evraz-18	5,62	5
Vimpel-22	5,63	-2
TNK-BP-18	3,17	3

успешнее, чем Ростелекома по доходности с учетом разницы в срочности, а также по объему спроса. Но на вторичном рынке перспектива для апсайда выше у выпуска Ростелекома.

#### **X5: слабая отчетность за 2012 г.**

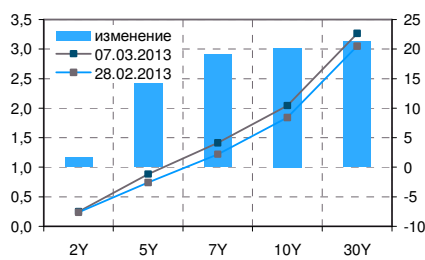
Сеть X5 показала ожидаемо слабые финансовые результаты, а также ухудшение кредитных метрик на фоне роста размера долга, а также его короткой части. Скорая реакция в котировках бумаг вряд ли возможна из-за весьма низкой их ликвидности.

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

Кривая доходности гособлигаций США



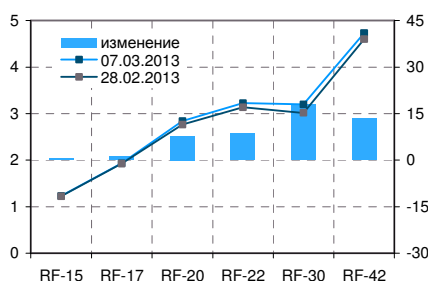
Новости из-за океана продолжают внушать оптимизм глобальным инвесторам. На этот раз ключевой была новость о снижении показателя безработицы в США.

В четверг и пятницу на глобальных площадках царили положительные настроения. В последний день рабочей недели инвесторов воодушевляли, прежде всего, данные с рынка труда. Так, показатель безработицы упал до 7,7% с 7,9% в январе, что стало самым низким значением показателя с декабря 2008 года. Эксперты ждали сохранения январских значений безработицы. Еще одним положительным моментом стала новость о том, что 17 из 18 американских системообразующих банков успешно прошли результаты стресс-тестов ФРС. Также новость о том, что по итогам четвертого квартала прошлого года благосостояние американских семей достигло рекорда за последние пять лет, стала еще одним фактором для положительных настроений у инвесторов. Вместе с тем, участники торгов, похоже, забыли о проблеме fiscal-cliff и не отреагировали на новость о росте дефицита бюджета США. Однако, по нашему мнению, все же не стоит недооценивать проблему сокращения бюджетных расходов «за океаном». Однако инвесторы активно предпочитали риск «тихой гавани» сегмента казначейских бумаг США. Итогом недели для UST-10 стала отметка доходности в 2,04% годовых.

В пятницу, в первой половине дня, участники международного валютного рынка находились в ожидании публикации данных с рынка труда в США, на фоне этого пара EUR/USD торговалась в довольно узком диапазоне - 1,308x - 1,31x. Тем не менее, до выхода «основных» данных дня были представлены цифры об объемах промышленного производства в Германии. Следует отметить, что при прогнозе роста промышленность ФРГ в январе продемонстрировала нулевую динамику. Примечательно, что инвесторы отреагировали довольно иррационально, а именно ростом спроса на евро. По всей видимости, слабая статистика в ЕС в настоящий момент для участников рынка может выступать в роли катализатора усиления ожиданий по смягчению ЕЦБ монетарной политики. Кроме того, дополнительным поводом для появления надежд на смягчение со стороны европейского регулятора стали слова главы МВФ о том, что в регионе следует снизить основные процентные ставки с целью стимулирования экономики.

*Игорь Голубев  
Алексей Егоров*

Кривая доходности гособлигаций России



### Российские еврооблигации

Суверенные бумаги активно продавали в четверг и пятницу на фоне роста доходностей в UST. «Голубые фишки» следовали негативной динамике. Бонды с неинвестиционным рейтингом сохраняли спрос инвесторов.

Четверг и пятница прошли достаточно негативно, прежде всего, для суверенных выпусков, которые активно теряли в цене на фоне активных продаж в казначейских бумагах США и перехода UST-10 планки в доходности в 2%. Если в четверг снижение на кривой госбумаг не превышало 20 б.п. в цене, то в пятницу, на фоне положительных новостей из США, бумаги теряли от 40 б.п. и выше. Как обычно, наибольшее падение было в Russia-42, где снижение составило 155,4 б.п. Падение в Russia-30 было значительно скромнее – 49,2 б.п. Отметим, что бумаги Газпрома следовали динамике суверенных облигаций, однако здесь снижение было не столько существенным: в наиболее ликвидных бумагах доходило до 50 б.п. В остальных нефтегазовых выпусках также мы не

видели драматичного снижения, однако конечно настроения участников торгов были на продажи. Вполне предсказуемо наиболее комфортно себя чувствовали бумаги с более высоким риском. Отметим, что на кривой ВымпелКома можно было отметить скромные покупки, однако это не позволяло расти бумагам выше 10 б.п. Бумаги металлургических компаний также выглядели «защитным инструментом». В бумагах банков инвесторы не отреагировали на довольно положительную отчетность ТКС Банк.

*Игорь Голубев*

### Рублевые облигации

*Локальный рынок перед длинными выходными оставался без особых движений.*

Инвесторы в долговые бумаги в преддверии длинных выходных старались сохранять рынок без особых движений. В бумагах, которые отметились сделками в четверг, ценовые изменения не имели места. Отметим, что выпуск ОФЗ 26207 продолжал дешеветь и по итогам последнего торгового дня прошедшей недели сократил цену на 26 б.п. В корпоративных бумагах также был штиль. На первичном рынке пока без анонсирования новых выпусков.

*Игорь Голубев*

### Forex/Rates

*Национальной валюте не хватает импульса для преломления нисходящего тренда. Локальные участники скептически реагируют на внешний позитивный настрой.*

Последним днем для локальных валютных торгов минувшей недели был четверг, то есть до публикации важных данных с рынка труда США. Инвесторы при этом предпочли не совершать активных операций. Курс рубля в четверг по отношению к базовым валютам удерживался в довольно узком диапазоне - доллар торговался на уровне 30,75 руб., бивалютная корзина 34,915 руб. Примечательно, что события, произошедшие в пятницу, а именно укрепление доллара на мировых площадках, после публикации статистики, а также рост стоимости нефти на сырьевых рынках вряд ли окажут существенную поддержку рублю в рамках сегодняшней сессии.

На локальном денежном рынке ситуация сохраняется стабильной только с видимой стороны. Согласно данным ЦБ, сумма остатков на корсчетах и депозитах выросла на 81,4 млрд руб. Ставка MosPrime o/n составила 6,38% («+14 б.п.»). Примечательно, что при столь высоком уровне ликвидности банковской системы в четверг кредитные организации были вынуждены привлекать ресурсы в ЦБ на аукционах прямого РЕПО по фиксированной ставке (было привлечено порядка 50 млрд руб.). Кроме того, Федеральное Казначейство уже дано не «баловавшее» участников на этой неделе предложит 150 млрд руб. сроком на 14 дней, тогда как ранее средства в основном размещались на 7 дней. Таким образом, мы не исключаем, что ЦБ уже в ближайший вторник может увеличить объем ресурсов, предлагаемых сроком на 7 дней, до 1,2 -1,3 трлн руб.

*Алексей Егоров*

### Наши ожидания

Сегодня настроения инвесторов могут оказаться под давлением снижения рейтинга Италии от Fitch, однако участники торгов уже не столь активно реагируют на рейтинговые изменения европейских держав. Внимание инвесторов будет приковано к статистике из Германии (торговый баланс), Франции (промпроизводство), Италии и Португалии (ВВП). Ждем, что участники торгов будут пользоваться позитивом конца прошлой недели и

сохранят интерес к риску.

Национальная валюта сегодня, вероятнее всего, продолжит торговаться на уровнях четверга, при этом не исключено, что все же во второй половине дня рубль все же попытается продемонстрировать небольшое укрепление.

*Игорь Голубев  
Алексей Егоров*

## Новости коротко

### Макроновости

- Агентство Fitch снизило долгосрочные рейтинги дефолта эмитента в иностранной и национальной валютах **Италии** до «BBB+» с «A-». Прогноз рейтингов – «Негативный». Снижение долгосрочных РДЭ Италии отражает неоднозначные результаты выборов в парламент страны, прошедших 24-25 февраля. Маловероятно, что они позволят сформировать стабильное новое правительство в ближайшие несколько недель. При этом слабое правительство, вероятно, будет иметь меньше возможностей и будет медленнее реагировать на внутренние или внешние экономические потрясения. Помимо этого статистические данные за четвертый квартал 2012 года подтвердили, что продолжающаяся в Италии рецессия является одной из самых сильных среди государств Европы. При этом Fitch отмечает усиление рисков затягивания и углубления рецессии в более значительной степени, чем ожидалось ранее. По оценке агентства, в 2013 году ВВП Италии снизится на 1,8% после падения на 2,4% по итогам 2012 года. Госдолг страны достигнет в текущем году пика, близкого к 130% ВВП, по сравнению с прежним прогнозом Fitch в 125% ВВП, сделанным в середине минувшего года. В то же время высказывается предположение, что «Италия начнет восстанавливаться во втором полугодии 2013 года из глубокой рецессии, поскольку сильные потрясения, ставшие причиной нынешнего спада (консолидация бюджета, ужесточение финансовых условий и слабый внешний спрос), постепенно исчезают».
- Standard&Poor's изменило прогноз по долгосрочному рейтингу **Португалии** с «Негативного» на «Стабильный». Долгосрочный и краткосрочный кредитные рейтинги были подтверждены на уровне «BBB».

### Корпоративные новости

- **КБ «Ренессанс Капитал» (ООО)**, работающий под брендом «Ренессанс Кредит», принял решение об изменении наименования. Банк будет переименован в КБ «Ренессанс Кредит» (ООО).

### Долговые рынки

- Ставка 1 купона по облигациям **ОАО «ВЭБ-лизинг»** серий 10 и 11 общим объемом 10 млрд руб. установлена по результатам сбора заявок на уровне 8,5% годовых. Ориентиры по ставкам 1-го купона, объявленные в ходе премаркетинга, находились в диапазоне 8,5-8,75% годовых (доходность к погашению - 8,68-8,94% годовых). Срок обращения каждого выпуска составит 10 лет с даты начала размещения, фактический срок обращения - 5 лет в соответствии с графиками амортизации.
- Банк **ВТБ** разместил европейские коммерческие бумаги (ЕСР) серии 21 объемом 15,5 млн долл. Дата погашения бумаг выпуска - 3 марта 2014 года.
- **Газпромбанк** разместил ЕСР серий 13, 14 и 15 на общую сумму 19,5 млн долл. Номинальный объем займа серии 13 составил 4,5 млн долл., бумаги размещены сроком до 29 августа 2013 года. Объем займа серии 14 по номиналу составляет 5,5 млн долл., дата погашения ценных бумаг - 3 марта 2014 года. Бумаги серии 15 объемом 9,5 млн долл. погашаются 6 марта 2014 года.
- **КБ Восточный** исполнил заявленную ранее оферту по облигациям серии БО-05 объемом 2 млрд руб. по цене 100,3% номинала. Эмитент выкупил 700,95 тыс. бумаг (35% выпуска) на сумму 703,05 млн руб. Также владельцам был выплачен

НКД в размере 26,69 млн руб.

- Спрос на облигации сети **Лента** серии 03 объемом 3 млрд руб. превысил предложение почти в 1,7 раза и составил 6,7 млрд руб. В процессе book-building приняли участие около 50 инвесторов. Книга заявок была закрыта 01 марта 2013 года, ставка купона была установлена на уровне 10% годовых.

#### Рейтинги и прогнозы

- Агентство Moody's понизило долгосрочный рейтинг депозитов в иностранной и национальной валюте **БИНБАНКа** с «B2» до «Саа1». Прогноз «Стабильный».
- Агентство Fitch присвоило выпуску облигаций **Альфа-Банка** серии БО-08 объемом 5 млрд руб. с окончательным сроком погашения в феврале 2016 года (оферта не предусмотрена) финальный долгосрочный рейтинг «BBB-» и финальный долгосрочный рейтинг по национальной шкале «AA+(rus)».
- Согласно Moody's, новые требования Банка России к капиталу финансовых институтов в соответствии с «Базелем III», утвержденные 27 февраля 2013 года и предполагающие внесение важных изменений в порядок расчета показателей достаточности капитала, являются негативным фактором для держателей субординированных и бессрочных облигаций банков, поскольку предполагают разделение нагрузки по этим инструментам с кредиторами. «Введение меры разделения нагрузки с держателями субординированных облигаций и бессрочных бумаг может означать сокращение готовности российских властей обеспечивать системную поддержку этому классу кредиторов. Это может оказаться негативным фактором для крупных российских банков, активно выпускающих субординированные инструменты, включая **Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк и Россельхозбанк**».

Напомним, в соответствии с требованиями «Базеля III», для того, чтобы удовлетворять требованиям вхождения в состав капитала банка, с 1 апреля 2013 года выпуск субординированных инструментов и бессрочных бумаг должен сопровождаться положением об их конвертации в обыкновенные акции при достижении показателем достаточности основного капитала первого порядка (core Tier 1) определенного уровня: 2% в случае субординированных облигаций/депозитов и 6,4% для бессрочных бумаг.

- Standard&Poor's подтвердило долгосрочный кредитный рейтинг **Мосэнерго** на уровне «BB» и рейтинг по национальной шкале на уровне «ruAA». Одновременно рейтинги выведены из списка CreditWatch, куда они были помещены 7 декабря 2012 г. с негативным прогнозом. Прогноз – Стабильный. Рейтинговое действие последовало после того, как руководство Мосэнерго подтвердило, что сделка по приобретению МОЭК будет продолжена без участия компании. Агентство подтверждает, что показатели кредитоспособности Мосэнерго, а также показатели ликвидности и график погашения долговых обязательств будут соответствовать текущему уровню рейтингов в течение 2 лет.

## Главные новости

### ТКС-Банк (В2/-/В) – итоги по МСФО за 2012 год.

*Второй розничный банк демонстрирует позитивные итоги и высокие темпы роста. При этом также мы наблюдаем увеличение уровня NPL (90+).*

**Событие.** ТКС-Банк представил инвесторам консолидированную отчетность по МСФО за 2012 год.

**Комментарий.** Вслед за ХКФБ (см. наш комментарий [http://www.nomos.ru/upload/iblock/e75/NOMOS\\_daily\\_debt\\_markets\\_07\\_03\\_2013.pdf](http://www.nomos.ru/upload/iblock/e75/NOMOS_daily_debt_markets_07_03_2013.pdf)) по МСФО отчитался за 2012 год и ТКС Банк. В целом, оба банка продемонстрировали бурный рост по основным балансовым показателям и P&L. Среди основных моментов мы отмечаем:

- **Высокие темпы роста.** ТКС Банк продолжает демонстрировать инвесторам высокие темпы роста: активы и кредитный портфель выросли в 2,4 раза (до 2,2 млрд долл. и 1,7 млрд долл. соответственно), то есть динамика была даже немного выше, чем годом ранее, и выше среднерыночной («+82,5%» в сегменте кредитных карт). В результате в рэнкинге российских банков ТКС поднялся со 105 на 72 ступень. Чистые процентные доходы увеличились в 2 раза до 500 млн долл., прибыль – в 1,8 раза до 122 млн долл. Отметим, что во многом рост обеспечивается привлеченными средствами клиентов: соотношение Loans / Customer accounts поддерживается на уровне 1,8х. При этом банк также остается активным игроком на рынке долгового капитала, хотя доля выпущенных бумаг в пассивах постепенно снижается – с 45% на конец 2011 года до 35% на конец 2012 года.
- **Объемная «подушка ликвидности».** На конец прошлого года доля денежных средств в активах достигала 21%. Отметим, что Liquidity gap на отрезке до 1 месяца также был внушительным – 415 млн долл.
- **Третий по величине игрок на рынке кредитных карт.** Согласно презентации банка, ТКС Банк вошел в тройку крупнейших игроков на рынке кредитных карт с долей 7% (Сбербанк – 2%, Русский Стандарт – 15%).
- **Рост NPL.** Отметим, что, несмотря на выше среднерыночные темпы роста, банк, тем не менее, демонстрирует рост NPL (90+) с 3,7% до 4,7%. При этом немного снизилось и общее покрытие неработающих кредитов резервами – с 1,8х до 1,7х. Отчисления в резервы (124 млн долл. в прошлом году против 42 млн долл. годом ранее) довольно ощутимо давили на прибыль эмитента. Похоже, что рост NPL – общая проблема прошлого года для банковского сектора. Напомним, у ХКФБ данный показатель увеличился с 6,3% до 7,3% (только портфель кредитных карт).
- **Высокий уровень достаточности капитала.** С точки зрения достаточности капитала банк чувствует себя достаточно комфортно: ТCAR на конец года был порядка 20,5%, по РСБУ Н1 на 1 февраля достигал 17,63%, в том числе благодаря размещенному осенью субординированному займу на 125 млн долл. Напомним, что в этом году эмитент провел доразмещение еще на 75 млн долл., обеспечив себя существенным запасом по объему собственных средств. Напомним также, что в прошлом году произошло изменение структуры конечных бенефициаров банка – в их число вошли с миноритарными долями Baring Vostok Private Equity Fund и Horizon Capital, При этом ТКС Банк был оценен в 1 млрд долл.
- **Падение маржинальности.** Отметим снижение показателей маржинальности банка: это коснулось и RoAA (до 7,9%), и RoAE (59%), и NIM (44%). В целом, сейчас цифры сравнимы с ХКФБ (RoAA (до 7,7%), и RoAE (46,5%)).

В бумагах банка рекомендуем обратить внимание на евробонды.

## Показатели ТКС-Банка по МСФО

Балансовые показатели	2009	2010	2011	2012	2012 / 2011
ASSETS	211,6	405	915	2 173	138%
Cash and cash equivalents	18,9	51	163	457	180%
% assets	9,0%	13%	18%	21%	---
Loans	173,7	316	663	1 573	137%
Loans (gross)	192,3	342	710	1 713	141%
% assets	82%	78%	72%	72%	---
NPL (>90дн.)	5%	3,3%	3,7%	4,7%	---
allowance for loan impairment	10%	7%	7%	8,1%	---
Impairment allowance / NPL (90+)	1,8	2,2	1,8	1,7	---
Loans / Customer accounts	13,8	1,8	1,8	1,8	---
Customer accounts	12,6	174	362	878	143%
% assets	6%	43%	40%	40%	---
EQUITY	35,0	44	117	298	155%
% assets	17%	11%	13%	14%	---
Total Capital Adequacy Ratio	18,2%	11,8%	13,9%	20,5%	---
Показатели прибыльности	2009	2010	2011	2012	2012 / 2011
Net interest income	73,7	95,6	253,7	500,2	97%
Fee and commission income (net)	n/a	-2,7	-6,3	-7,4	17%
Provisions charge for loan impairment	-18,3	-28,0	-41,9	-124,4	197%
Operating income*	69,2	85,9	210,8	424,9	102%
General Administrative expenses	-23,8	-45,0	-80,2	-142,4	78%
Profit	18,2	9,1	68,4	121,9	78%
Качественные показатели деятельности	2009	2010	2011	2012	2012 / 2011
RoAA	9,0%	3,0%	10,4%	7,9%	-2%
RoAE	70,8%	23,1%	85,0%	58,7%	-26%
NIM	40,3%	36,6%	49,1%	44,4%	-5%
Cost / Income	34,4%	52,4%	38,0%	38,0%	0%

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

*Елена Федоткова*

### Ростелеком и МегаФон: итоги book-building по бондам.

*Заккрытие книги заявок по бумагам МегаФона выглядит успешнее, чем Ростелекома по доходности с учетом разницы в срочности, а также по объему спроса. Но на вторичном рынке перспектива для апсайда выше у выпуска Ростелекома.*

**Событие.** В конце прошлой недели были подведены итоги приема заявок по облигациям Ростелеком 19 объемом 10 млрд руб. и МегаФон Финанс серий 06 и 07 общим объемом 20 млрд руб. Ставка 1 купона по бондам Ростелекома была определена на уровне 8,1% годовых, что соответствует доходности 8,26% годовых к 3-летней оферте (верхняя граница индикатива УТР 8,06-8,26% годовых), а по бумагам МегаФон Финанс – 8,0% годовых, что формирует доходность 8,16% годовых к 5-летней оферте (нижняя граница ориентира УТР 8,16-8,42% годовых).

**Комментарий.** Отметим, что новые бонды МегаФона нашли больший спрос у инвесторов, чем Ростелекома, принимая во внимание финальную доходность на уровне нижней границе индикатива при более продолжительной срочности бумаг (на 2 года). Более того, объем предложения бумаг МегаФона был в 2 раза больше.

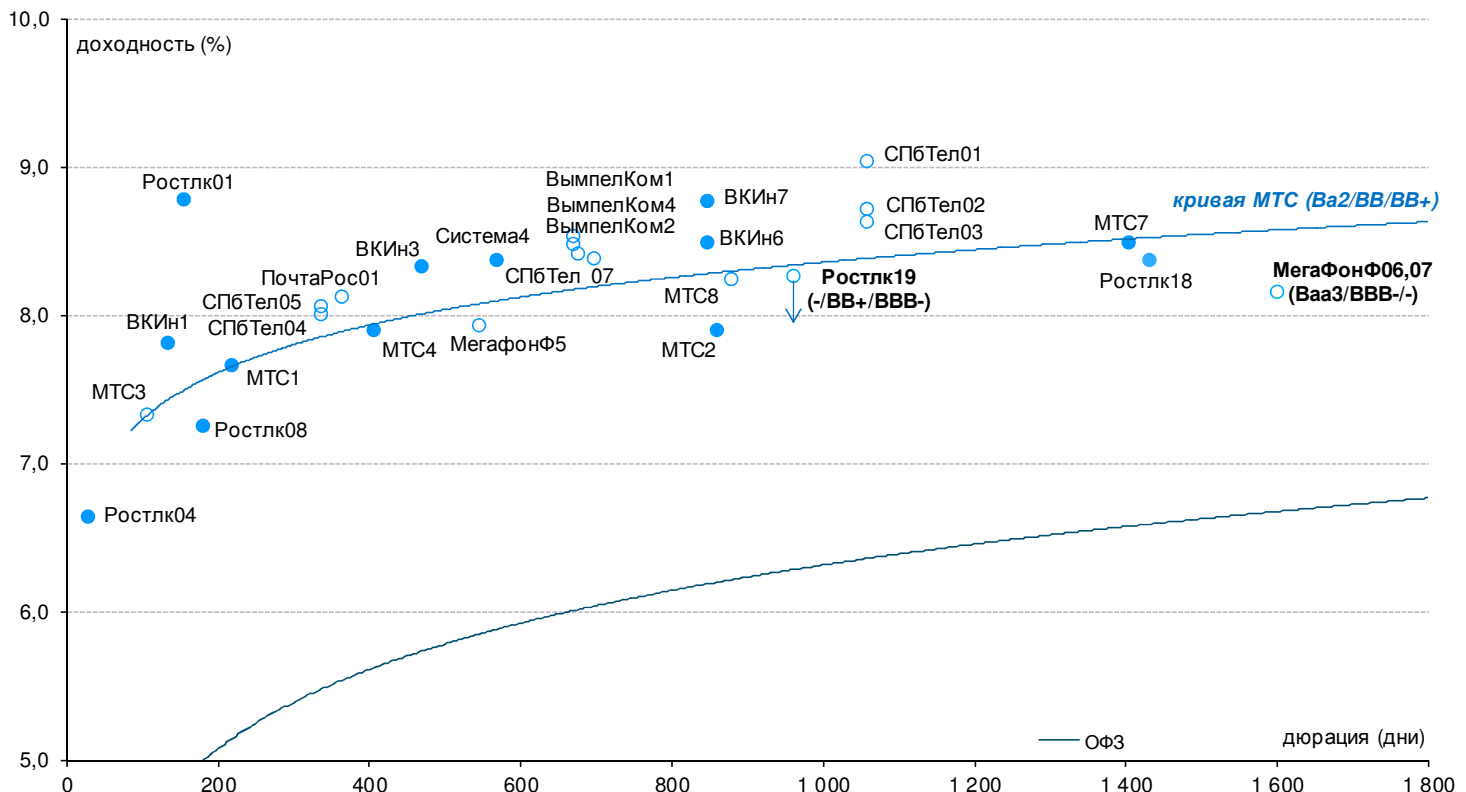
В результате, спрэд облигаций Ростелекома к кривой ОФЗ при первичном размещении составит порядка 190 б.п., а МегаФон Финанс – 140 б.п. На наш взгляд, разница в 50 б.п. в спрэдах к кривой госбумаг между выпусками операторов не совсем оправдана, учитывая, что Ростелеком также обладает инвестиционным уровнем рейтинга, а разница в кредитных метриках и показателях прибыльности не столь велика. Безусловно, присутствие облигаций МегаФона на рынке весьма скромное (до размещения был только один выпуск МегаФон Финанс 05 на 10 млрд руб.) и интерес инвесторов к новым бумагам эмитента повышенный, особенно в свете сильной отчетности за 2012 г., опубликованной накануне открытия книги.

Тем не менее, мы считаем, что закрытие книги по бондам МегаФона прошло довольно агрессивно и вряд ли у бумаг есть возможность для апсайда на вторичном рынке. На данном отрезке дюрации привлекательней по доходности выглядят облигации МТС 07 (УТМ 8,48%/1404 дн.) и Ростелеком 18 (УТМ 8,37%/1431 дн.).

Что касается выпуска Ростелеком 19, то у него вполне есть шансы для роста котировок на вторичном рынке, в том числе на фоне кривой облигаций МТС, в терминах

доходности – на 20-30 б.п.

График доходности облигаций телекоммуникационного сектора (07.03.2013 г.)

Александр Полютков**X5: слабая отчетность за 2012 г.**

Сеть X5 показала ожидаемо слабые финансовые результаты, а также ухудшение кредитных метрик на фоне роста размера долга, а также его короткой части. Скорая реакция в котировках бумаг вряд ли возможна из-за весьма низкой их ликвидности.

**Событие.** В последний рабочий день прошлой недели сеть X5 представила свои финансовые результаты за 2012 г. по МСФО, которые оказались заметно слабее, чем у Магнита.

**Комментарий.** Так, выручка X5 прибавила всего на 2,2% к 2011 г. до 15,8 млрд долл. против роста на 26,3% до 14,4 млрд долл. у Магнита. Негативное влияние на выручку X5 продолжили оказывать сегменты гипермаркетов («-12,8%» до 2,0 млрд долл. – были закрыты магазины в июле и декабре) и супермаркетов («-0,1%» до 3,4 млрд долл.), а основной рост пришелся вновь на «дискаунтеры» («+6,2%» до 10,2 млрд долл.) за счет органического развития, поддерживаемого регулярными промо-акциями.

Прибыльность бизнеса в 2012 г. снизилась к 2011 г. незначительно – EBITDA margin на 0,2 п.п. до 7,1% (у Магнита – 10,6%), несмотря на рост коммерческих, общих и административных расходов – на 16,9% до 3,7 млрд долл., где заметный рост, в частности, показала статья «прочие расходы на магазины» в связи с включением в нее оплаты труда охраны и обслуживающего персонала (реклассификация), при этом затраты на персонал остались практически без изменений. Операционный денежный поток X5 сократился в 2012 г. на 34,2% к 2011 г. до 609 млн долл. в основном из-за изменений в оборотном капитале (отмечен рост кредиторской задолженности и запасов), возросли и расходы по процентам и налогам.

Отметим, что в 2012 г. ритейлер сформировал чистый убыток в размере 127 млн долл. из-за продолжившихся списаний на сумму 467 млн долл. по статье «обесценение активов», а именно неприбыльных активов (вероятно, закрытые гипермаркеты), оборудования и бренда «Копейка».

Долг Х5 за 2012 г. вырос на 11,6% к 2011 г. до 4,027 млрд долл., а соотношение Долг/ЕБИТДА достигло 3,6х против 3,2х годом ранее, а метрика Чистый долг/ЕБИТДА – 3,2х против 2,9х соответственно (Магнит пока не представил информацию по долгу). Кроме того, что у сети выросла долговая нагрузка, риски самостоятельного рефинансирования долга также увеличились – краткосрочный долг составил 1,7 млрд долл. (41,7% кредитного портфеля), а денежных средств на счетах было порядка 408 млн долл. С учетом операционного денежного потока, компания сможет погасить долг только с помощью внешних источников, благо которых у Х5 было вполне достаточно – невыбранные кредитные линии в объеме 2,7 млрд долл.

Слабая отчетность Х5 вряд ли сиюминутно отразится на котировках бумаг сети, учитывая весьма низкую ликвидность, хотя давление на них, очевидно, будет сохраняться.

### Финансовые показатели ритейлеров (МСФО)

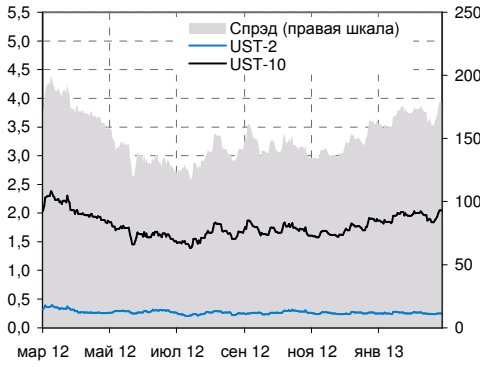
млн долл.	Магнит			Х5		
	2012	2011	Изм., %	2012	2011	Изм., %
Выручка	14 430	11 423	26,3	15 795	15 455	2,2
ЕБИТДА	1 524	939	62,3	1 124	1 130	-0,6
ЕБИТДА margin	10,6%	8,2%	2,34 п.п.	7,1%	7,3%	-0,2 п.п.
Чистая прибыль (убыток)	804	419	91,9	-127	302	-
margin	5,6%	3,7%	1,9 п.п.	-	2,0%	-
Долг	n/a	1 617	-	4 027	3 610	11,6
краткосрочный	n/a	1 424	-	1 681	913	84,1
долгосрочный	n/a	192	-	2 346	2 697	-13,0
Чистый долг	n/a	1 077	-	3 619	3 225	12,2
Долг/ЕБИТДА	-	1,7	-	3,6	3,2	-
Чистый долг/ЕБИТДА	-	1,2	-	3,2	2,9	-

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

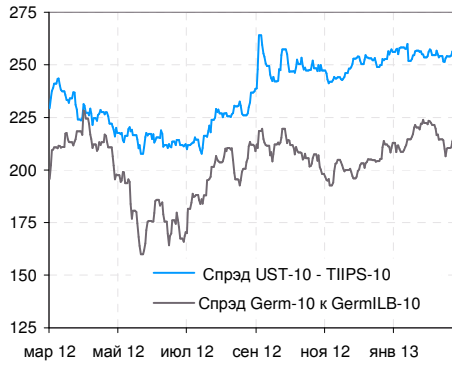
Александр Полютков

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

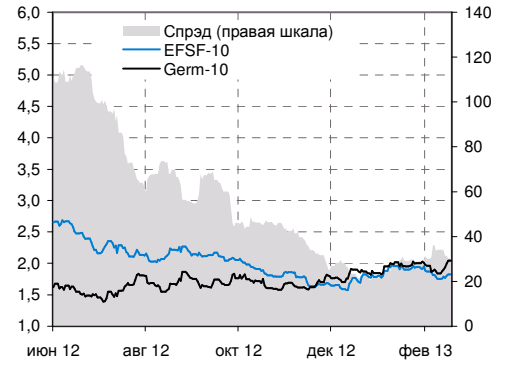
Казначейские обязательства США 2-летн. и 10-летн.



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



10-летние бумаги Германии и EFSF-10



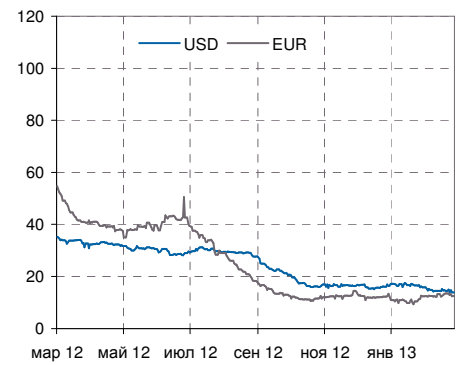
Спреды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

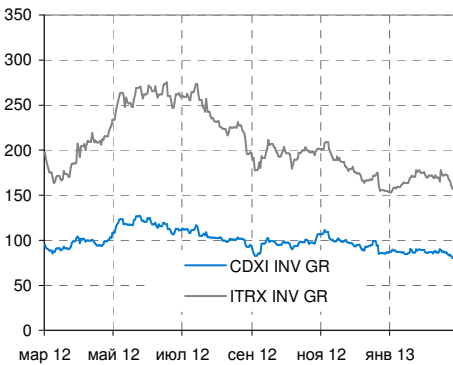


Спред 3М LIBOR и 3М OIS

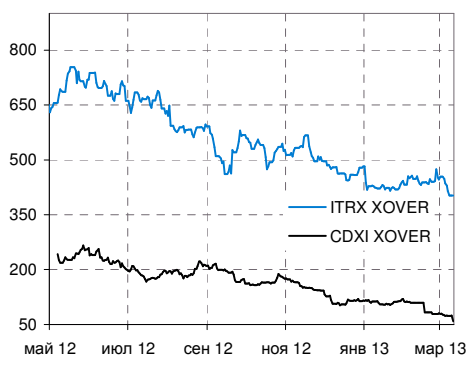


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX / Cross-Over

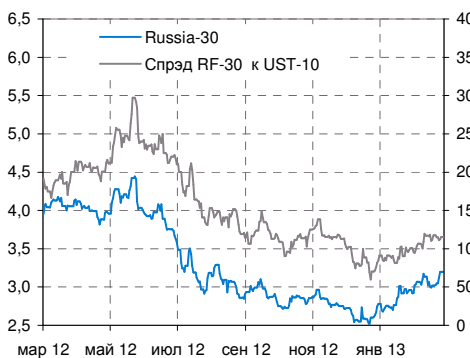


ITRX / Governments

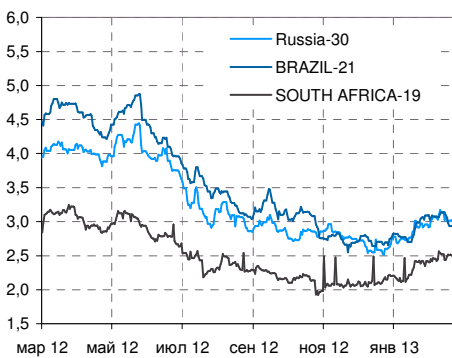


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

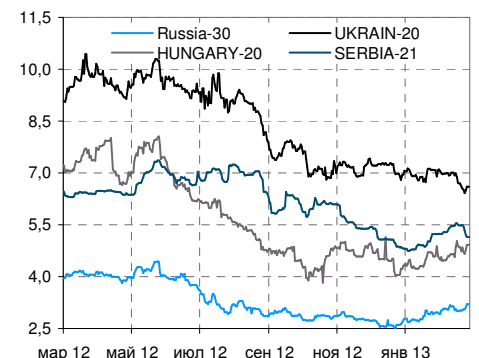
Спред Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

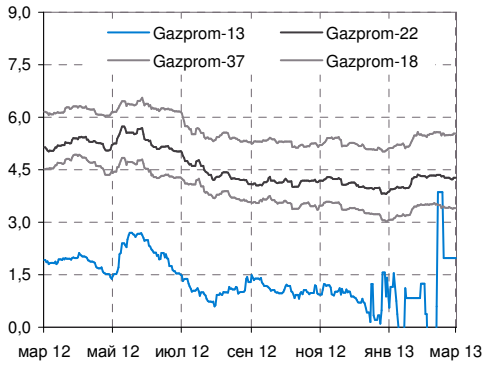


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

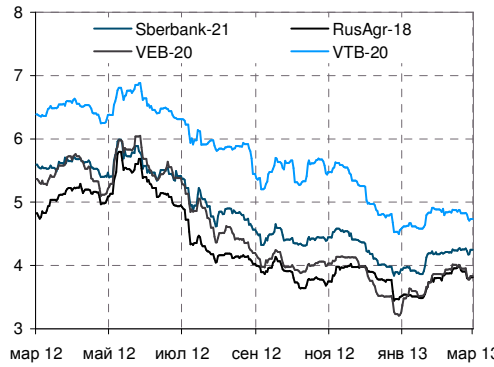


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

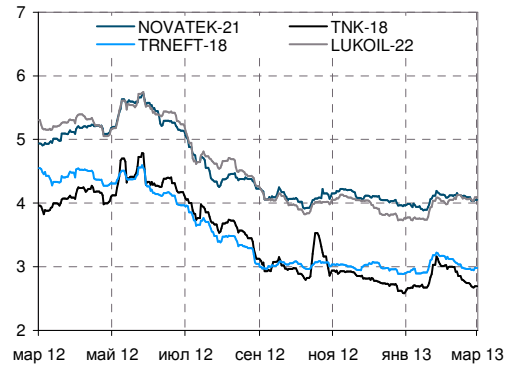
Еврооблигации Газпрома



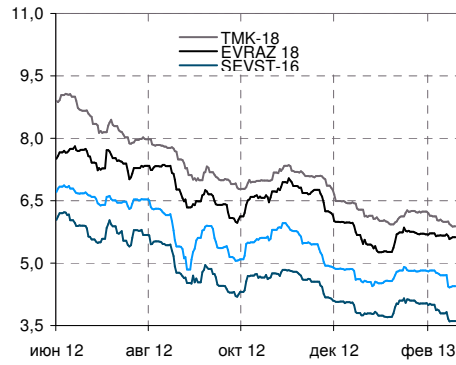
Евробонды госбанков



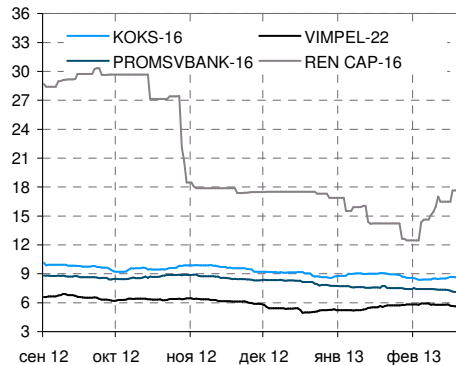
Еврооблигации нефтегазового сектора



Еврооблигации металлургического сектора



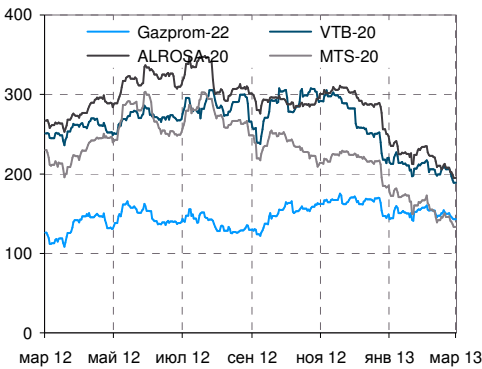
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



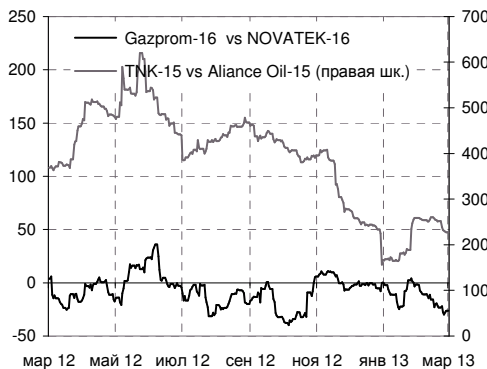
Еврооблигации, номинированные в рублях



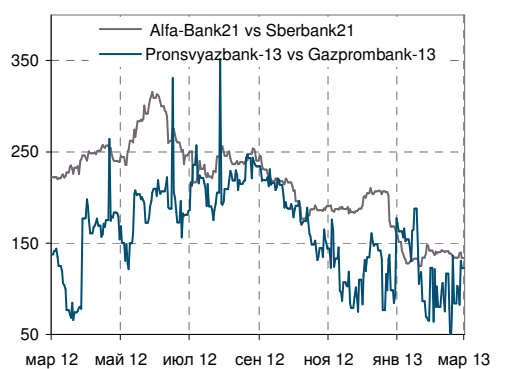
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе



Спрэды в банковском секторе



ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

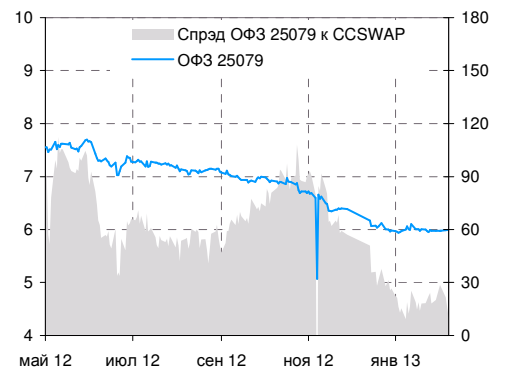
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

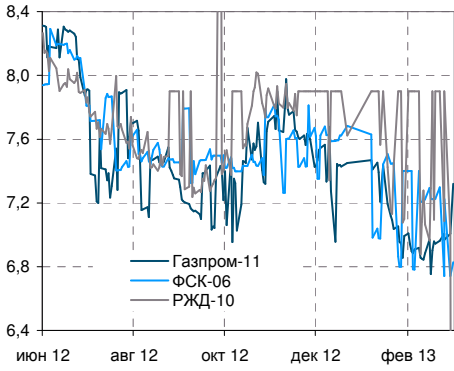


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

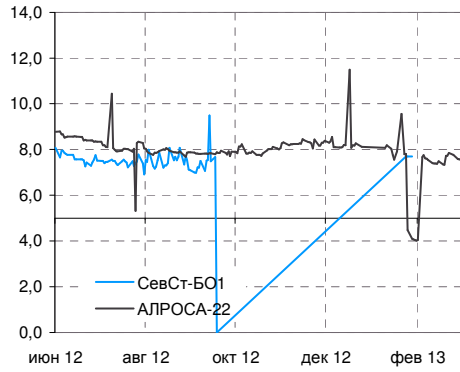


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

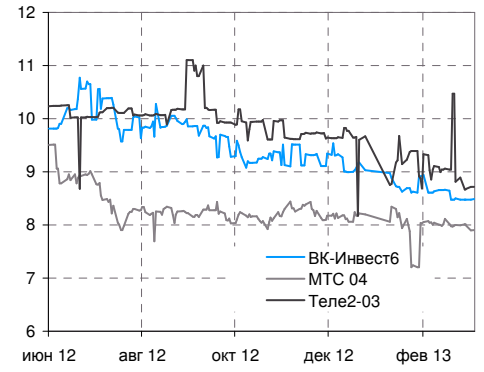
Доходности российских монополий



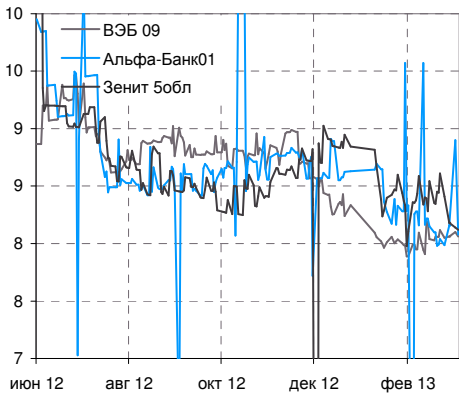
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



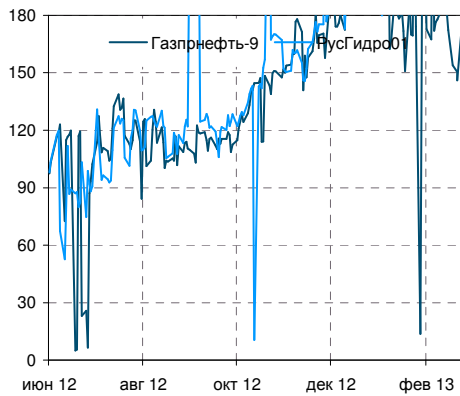
Доходности "Телекоммуникации"



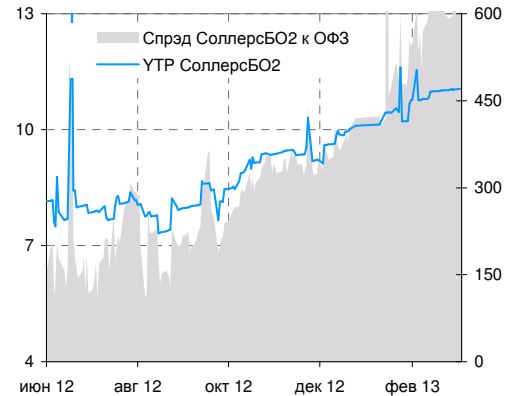
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

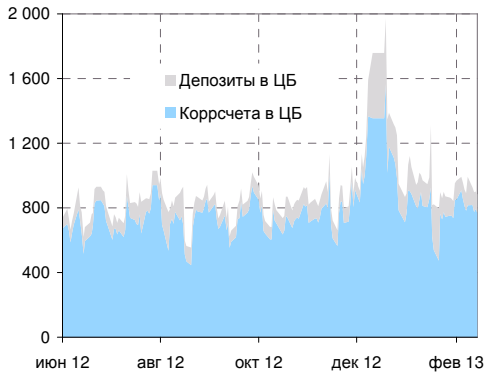


Облигации с текущей доходностью выше 10%

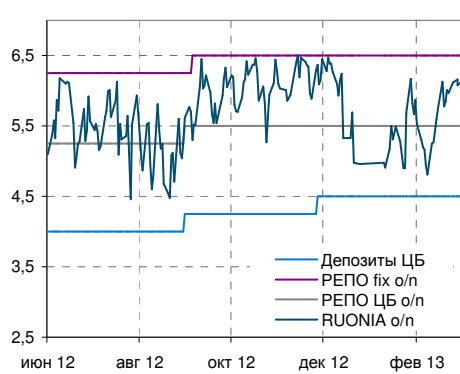


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

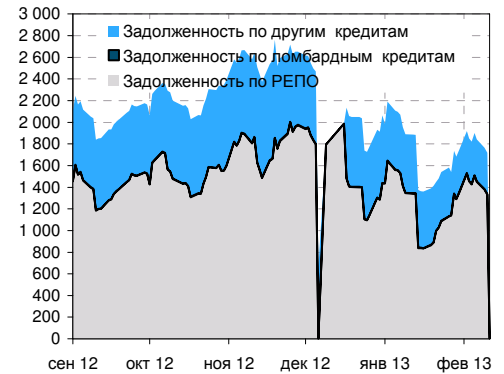
Динамика депозитов и остатков на корсчетах



Динамика ставок денежного рынка



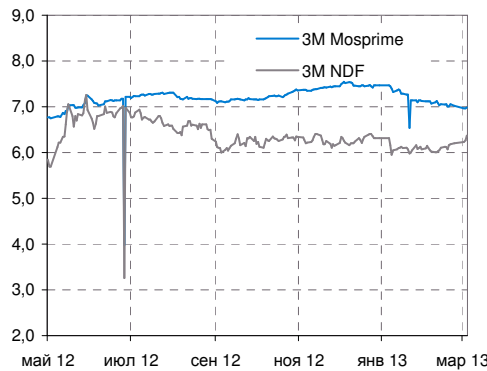
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



Влияние ЦБ на объем банковской ликвидности



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

**ТЭК**

Михаил Лямин

Lyamin\_MY@nomos.ru

**Металлургия**

Юрий Волов, CFA

Volov\_YM@nomos.ru

**Банки**

Андрей Михайлов, FCCA

Mikhajlov\_AS@nomos.ru

**Стратегия**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

**Макроэкономика**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova\_OV@nomos.ru

**Долговой рынок**

Ольга Ефремова

Efremova\_OV@nomos.ru

**Кредитный анализ**

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov\_AVi@nomos.ru

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 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.