

## Конъюнктура рынков

### Внешние рынки

Отношение к рискам европейских стран сохраняется неоднородным – вчерашние аукционы наглядное тому подтверждение. Уверенности в оперативном преодолении европейских проблем все меньше, в связи с чем бегство в качество продолжается.

### Российские еврооблигации

Сегмент российских евробондов остается в области отрицательных переоценок. Эпицентром причин, ограничивающих покупательскую активность, по-прежнему остается Европа. Инвесторы проявляют повышенную осторожность к рисковому активам на фоне «бездействия» европейских регуляторов по части преодоления текущей кризисной ситуации, а также повсеместного роста требований к премиям за европейские риски.

### Рублевые облигации

Спрос на рублевые облигации остается весьма сдержанным. Привлекательность инвестирования во многом ограничена слабостью рубля, не выдерживающего давления внешнего негатива.

### FX/Rates

Рубль продолжает плавно снижаться в ожидании новых ориентиров, а умеренные темпы обусловлены предстоящими выплатами страховых взносов.

### Наши ожидания

По-прежнему в центре внимания остается европейский долговой рынок, первичный сегмент которого, в частности, сегодняшние аукционы по новым бондам Испании, будут отражать рыночные требования к премии за риски.

Сегмент российских евробондов сохранит свое «депрессивное» состояние при отсутствии каких-либо позитивных мотивов с внешних площадок.

Внутренний долговой рынок также не ощущает какой-либо заметной поддержки для усиления активности покупателей.

На наш взгляд, даже несмотря на временное комфортное состояние ликвидности банковской системы, очередной рост ставок денежного рынка можно будет увидеть уже на следующей неделе.

На локальном валютном рынке сегодня не следует рассчитывать на существенные изменения настроений, хотя у рубля есть небольшой шанс удержаться на текущих уровнях.

#### Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б п
Russia-30	4,81	11
CDS России	275	9
MOSPRIME o/n	5,74	-23
NDF 3M	6,20	3
	значение	изм
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	901,7	38
Остатки на депозитах, млрд руб.	97,3	-6
Доллар / рубль (ЦБ), руб	31,89	0,18
Корзина (ЦБ), руб	36,18	0,07

#### Динамика доходности Russia-30



#### Глобальные рынки

	значение	бп
LIBOR 3M	0,56	1
ERIBOR 3M	1,42	0
EUR/USD	1,30	
UST-10	1,90	-6
Германия-10	1,92	-11
EFSF-10	3,40	-8
Италия - 10	6,77	11
Испания - 10	5,65	-3
CDS 5Y Ирландия	746	11
CDS 5Y Португалия	1124	1
CDS 5Y Италия	573	4
CDS 5Y Испания	447	4
CDS 5Y Греция	10482	-613

#### Индикаторы отношения к риску

	значение	бп
iTRAXX Crossover 5Y	813,3	25
iTRAXX CEEMEA 5Y	354,9	9
iTRAXX SOVX WE 5Y	385,5	7

#### Рублевые облигации

	доходность	б.п
ОФЗ 26205	8,51	8
ОФЗ 26200	6,83	-2
Газпром-11	8,56	85
РЖД-10	7,89	0
ФСК-6	7,85	0
РусГидро-1	8,95	0
МТС-04	8,36	-18
Вк-Инвест6	9,96	-5
Северсталь-БО1	7,60	0
ВЭБ-09	9,02	0
Альфа-Банк01	9,28	-1

#### Российские еврооблигации

	доходность	б.п
Russia-18 RUB	7,35	3
Gazprom-37	7,11	3
Sberbank-21	6,36	0
AlfaBank-21	9,59	-1
Evraz-18	8,96	-3
Vimpel-22	10,06	6
TNK-BP-18	6,43	15

## Главные новости

**Отчетность Мосэнерго за 9 мес. 2011 года - уверенный рост показателей, долговая нагрузка на комфортном уровне.**

Вчера компания представила результаты за 9 мес. 2011 года, которые свидетельствуют об уверенном росте показателей. Вместе с тем, некоторым негативным моментом является отставание операционного денежного потока от уровней годом ранее. Соотношение Debt/EBITDA - меньше единицы.

**Tele2 Russia выходит из гонки за новыми клиентами – прогноз по количеству абонентов на 2011 год снижен.**

Переход компании от активного привлечения клиентов к работе над качеством абонентской базы соответствует общеотраслевым тенденциям и позволит закрепить ее рыночные позиции в регионах присутствия, а также повысить эффективность бизнеса, в том числе за счет сокращения расходов на новые подключения. Новость нейтральна для облигаций Tele2.

**АФК Система: неплохие результаты за 3 кв. и 9 мес. 2011г.**

В целом, результаты корпорации выглядят неплохо. Динамика выручки год-к-году демонстрирует двузначный рост. Прибыльность бизнеса несколько пострадала из-за башкирских активов, которую не удалось полностью компенсировать за счет роста основных показателей МТС. В то же время долговая нагрузка АФК снизилась, а риски рефинансирования короткого долга являются невысокими. Отчетность не окажет влияния на котировки облигаций корпорации.

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](mailto:research@nomos.ru)

## Рыночная конъюнктура

### Внешние рынки

*Отношение к рискам европейских стран сохраняется неоднородным – вчерашние аукционы наглядное тому подтверждение. Уверенности в оперативном преодолении европейских проблем все меньше, в связи с чем бегство в качество продолжается.*

Повышенное внимание инвесторов к тому, как развивается ситуация в Европе, не уменьшается. Требования к премиям за риски неопределенности дальнейшего развития событий и текущих финансовых проблем продолжают расти. В частности, это наглядно продемонстрировал вчерашний аукцион по итальянским 5-летним бондам, где сложилась максимальная за период с 1997 года доходность – 6,47% годовых.

В то же время аукцион по доразмещению 2-летних бумаг Германии характеризовался иным «рекордом» - здесь зафиксирован минимум по доходности – 0,29% годовых.

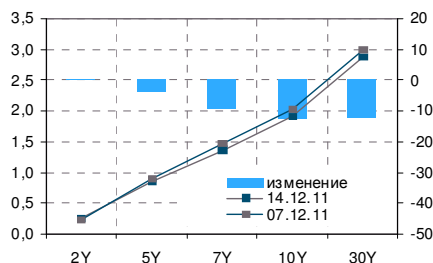
Подобные результаты тесно коррелируют с общей рыночной картиной – пока лишь немецкие бумаги остаются объектом спроса как основной «защитный актив». Так, доходность 10-летних немецких бумаг снизилась на 10 б.п. до 1,92% годовых, в то же время на итальянские бумаги особого спроса не было, и их доходности росли по всей кривой на 15-20 б.п.

Отметим, что сегодня в центре внимания будут аукционы по 5-, 9- и 10-летним госбумагам Испании, которые, на наш взгляд, вполне могут продолжить «традицию» повышенных премий, поскольку не наблюдается какого-либо прогресса в преодолении европейских проблем, в то время как опасения дальнейшего ухудшения экономических условий усиливаются.

Американские инвесторы вчера сохранили свою приверженность «защитным» активам – доходности UST продолжали снижаться (по 10-летним до 1,88% годовых), новые 30-летние UST пользовались спросом: bid/cover составил 3,05 против 2,4 на предыдущем ноябрьском аукционе, доходность размещения составила 2,93% против 3,2% в прошлый раз, доля покупателей-нерезидентов возросла с 28,43% до 32,53%.

На международном валютном рынке вчерашний день, начинавшийся как спокойный и не предвещавший никакой беды, все же смог преподнести участникам сюрприз. Уровень 1,302x валютной пары EUR/USD перешел по эстафете на азиатские площадки с закрытия американской сессии во вторник. Резкое снижение соотношения между евро и долларом ниже 1,3x. Отметим, что последний раз пара находилась на подобном уровне в начале текущего года. Однако до конца неясной остается причина этого движения. Одно из предположений связано с неудачным размещением государственных бумаг Италии, вкпе с рекордным объемом заимствований итальянских банков средств у ЕЦБ, что лишь подтверждает неблагоприятную ситуацию внутри страны. Вместе с тем, существенной угрозы и дополнительного риска для европейской валюты данные факты не сулят, поэтому позже на рынке сложилась иная гипотеза. Напомним, что еще в начале недели Н.Саркози сообщал в прессе, что понижение рейтинга Франции не отразится на обслуживании государственных долгов и не должно оказать существенного влияния на рынок. Вчера, подобные слова прозвучали от министра иностранных дел Франции А.Жюппе. По всей видимости, инвесторы, разочарованные итогами прошедшего саммита лидеров ЕС, ожидали, что международные агентства уже в ближайшее время объявят о понижении рейтингов государств, где наиболее вероятным претендентом на снижение из стран, обладающих наивысшей кредитной оценкой, является именно

Кривая доходности гособлигаций США



Франция. Однако как в ходе торгов, так и после завершения, сообщений от рейтинговых агентств не последовало. На наш взгляд, сегодняшний день расставит все на свои места, и европейская валюта может отыграть вчерашние потери.

*Ольга Ефремова  
Алексей Егоров*

### Российские еврооблигации

Сегмент российских евробондов остается в области отрицательных переоценок. Эпицентром причин, ограничивающих покупательскую активность, по-прежнему остается Европа. Инвесторы проявляют повышенную осторожность к рисковому активам на фоне «бездействия» европейских регуляторов по части преодоления текущей кризисной ситуации, а также повсеместного роста требований к премиям за европейские риски.

Вчера российские евробонды снова оказались объектом распродажи, хотя есть ощущение того, что участникам рынка совсем не хочется получать отрицательные переоценки под конец года. В этом свете торговая активность сохраняется крайне умеренной для того, чтобы не сильно менялись цены, однако зачастую препятствовать их снижению весьма сложно, особенно, когда усиливается паника на внешних площадках.

Итак, вчера Russia-30, начав день котировками в районе 115,5%, не смогли удержаться на этом уровне – с обвалом евро наблюдался ощутимый sale-off и в российском сегменте. При закрытии котировки Russia-30 были на уровне 114,875%.

В негосударственном секторе давление продавцов концентрировалось на выпусках длинной дюрации, а также на бондах нефтегазового сектора, отражающих коррекцию нефтяных котировок. В среднем выпуски ТНК-ВР, ЛУКОЙЛа, ВымпелКома, РСХБ снизились в пределах 1%.

*Ольга Ефремова*

### Рублевые облигации

Спрос на рублевые облигации остается весьма сдержанным. Привлекательность инвестирования во многом ограничена слабостью рубля, не выдерживающего давления внешнего негатива.

В сегменте рублевого долга вчерашний день напоминал предыдущие концентрацией участников в сегменте ОФЗ, где преобладал негативный ценовой тренд. Отрицательные переоценки составляли порядка 20-50 б.п.

В негосударственном секторе при весьма ограниченных оборотах также можно отметить преобладание негативных настроений, выражающихся снижением котировок в пределах 20-70 б.п. При этом по выпускам, не отличающимся ликвидностью, сделки отражали еще более глубокие переоценки – порядка 1,5-2%.

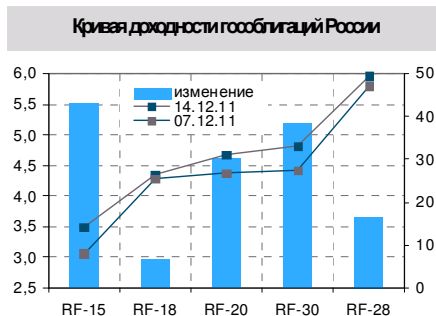
Среди немногочисленных бумаг, завершивших день положительной динамикой средневзвешенных цен, обозначим бонды ВК-Инвест-6, Система-3, ММК-БО6, ГазпромКап-03.

*Ольга Ефремова*

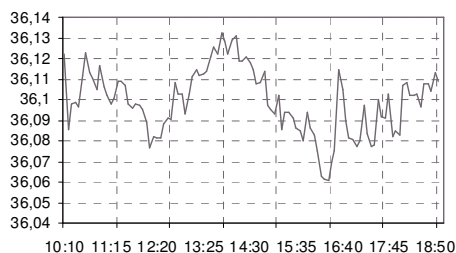
### Forex/Rates

Рубль продолжает плавно снижаться в ожидании новых ориентиров, а умеренные темпы обусловлены предстоящими выплатами страховых взносов.

Ежедневно при открытии торгов национальная валюта ослабевает против доллара и укрепляется по отношению к евро. На этом фоне бивалютная корзина выглядит относительно статично, изменяя свою стоимость в пределах 20 коп. Примечательно то, что локальный рынок



Динамика бивалютной корзины



практически перестал реагировать на внешние факторы. На наш взгляд, сдерживающим фактором, не позволяющим рублю сильно снизиться, являются опасения оттока ресурсов, связанные предстоящими сегодня выплатами страховых взносов. Еще совсем недавно участники рынка испытывали острый дефицит рублевой ликвидности, при котором стоимость ресурсов на МБК превышала 6%, что практически полностью нивелировало эффект от валютных операций. Мы полагаем, что даже в случае сохранения негативных внешних факторов ослабление рубля сохранится умеренным до окончания налогового периода. Кроме того, ЦБ вновь может прибегнуть к сокращению ликвидности за счет снижения лимитов на аукционах прямого РЕПО, а судя по тому, что бюджетные средства по сей день, еще не поступили в банковскую систему их, скорее всего, перечислят только в конце месяца.

Несмотря на то, что объем привлекаемых ресурсов у ЦБ кредитными организациями снизился, остатки на корсчетах и депозитах в Банке России увеличились на 31,6 млрд руб. до 999 млрд руб. Кроме того, вчера банки вернули Минфину порядка 80 млрд руб., ранее размещенных на депозиты. Ставки денежного рынка, вполне логично отреагировав, продолжили снижаться. Так, MosPrime o/n составила 5,74%.

*Алексей Егоров*

#### Наши ожидания

По-прежнему в центре внимания остается европейский долговой рынок, первичный сегмент которого, в частности, сегодняшние аукционы по новым бондам Испании, будут отражать рыночные требования к премии за риски.

Сегмент российских евробондов сохранит свое «депрессивное» состояние при отсутствии каких-либо позитивных мотивов с внешних площадок.

Внутренний долговой рынок также не ощущает какой-либо заметной поддержки для усиления активности покупателей.

На наш взгляд, даже несмотря на временное комфортное состояние ликвидности банковской системы, очередной рост ставок денежного рынка можно будет увидеть уже на следующей неделе. На локальном валютном рынке сегодня не следует рассчитывать на существенные изменения настроений, хотя у рубля есть небольшой шанс удержаться на текущих уровнях.

*Ольга Ефремова*  
*Алексей Егоров*

## Календарь событий

		<b>Долговой рынок</b>
15 декабря	Размещение Республика Коми, 32010	
16 декабря	Размещение МДМ Банк, БО-04	
		<b>Внешний долговой рынок</b>
15 декабря	Размещение облигаций Испании с погашением в 2016, 2020 и 2021 годах. Аукцион по 5-летним TIPS на 12 млрд долл.	
		<b>Денежный рынок</b>
15 декабря	Уплата страховых взносов в фонды	
		<b>Макроэкономические события</b>
15 декабря	Публикация PPI в США за ноябрь Декабрьский отчет ЕЦБ Публикация PMI ЕС прогноз на декабрь Публикация PMI Китая прогноз на декабрь от HSBC Публикация CPI ЕС за ноябрь Отчет по безработице в ЕС за 3 квартал 2011 года Публикация PPI в США за ноябрь Отчет по промышленному производству в США за ноябрь	
16 декабря	Публикация CPI в США за ноябрь	
		<b>Корпоративные события</b>
15 декабря	Мечел опубликует финансовые результаты за 9 мес. 2011 г. по US GAAP	

Источники: REUTERS, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

## Новости коротко

### Макроновости

- По данным Росстата, инфляция в России за неделю с 6 по 12 декабря составила 0,1%. За период с начала месяца потребительские цены выросли на 0,2%, с начала года - на 5,9%, по сравнению с 0,4% и 8,1% соответственно за те же периоды 2010 года. В декабре 2010 года инфляция составила 1,1%.
- По данным Банка России, международные резервы России на 9 декабря 2011 года составили 513,0 млрд долл., сократившись за неделю на 1,1 млрд долл. напомним, что на 2 декабря они равнялись 514,1 млрд долл.

### Корпоративные новости

- **Альфа-Банк** может на этой неделе закрыть сделку по привлечению годового синдицированного кредита на сумму 250 млн долл. Ранее сообщалось, что в конце октября банк запустил сделку по привлечению кредита на сумму до 300 млн долл. По данным СМИ, ставка по кредиту будет ниже, чем по займу, который осенью привлекли Промсвязьбанк (LIBOR+1,9%). /Интерфакс/
- По словам первого заместителя председателя правления **Росбанка** Игоря Антонова, банк планирует увеличить кредитный портфель по итогам 2011 года на 10%, ждет таких же темпов роста и в 2012 году. При этом рост розничного кредитного портфеля может составить от 10% до 12%. Рост розничного кредитного портфеля ниже рыночного показателя: это обусловлено стремлением банка снизить риски и привлечь надежных заемщиков. Напомним, И.Антонов в середине октября сообщил, что банк ожидает увеличения розничного кредитного портфеля в 2011 году на уровне 15-18%. /Интерфакс/
- **ОАО «Трубная металлургическая компания»** сообщает, что в 2012 году увеличит поставки трубной продукции ЛУКОЙЛу вдвое - до 260 тыс. тонн. Как сообщалось ранее, ТМК в 2012 году полностью закроет потребности ЛУКОЙЛа в трубной продукции.

Кроме того, и НК «Роснефть», и «Сургутнефтегаз» планируют в 2012 году увеличить закупки труб ОСТГ (нефтегазового сортамента) на 10%. Газпром, как ожидается, сократит закупки труб большого диаметра в следующем году, но компания планирует компенсировать снижение за счет участия в среднеазиатских проектах. Таким образом, ТМК ожидает, что производство ТБД в следующем году будет на уровне 2011 года.

Общий объем отгрузки труб, как ожидается, в 2012 году будет в небольшом плюсе, в основном за счет роста отгрузки труб ОСТГ, по которым компания уже имеет ряд подписанных контрактов. /Интерфакс/

- Как сообщает «Коммерсант», Внешэкономбанк может получить 20% минус одна акция в проекте «**Акрона**» по разработке Талицкого калийного участка. Банк может купить долю в «Верхнекамской калийной компании», владеющей лицензией на участок. Пакет оценен в 6,7 млрд руб. Госкорпорация также даст компании кредит на 1,12 млрд долл. на шесть лет по ставке 3M Libor+6,5% годовых. Но при этом «Акрон» должен найти покупателя еще на 29% в проекте. Вопрос об участии ВЭБа в проекте «Акрона» будет вынесен на заседание наблюдательного совета банка, запланированного на пятницу (16 декабря). /Коммерсантъ/
  - По данным Белстата, объем ВВП **Беларуси** за 11 месяцев 2011 года составил 249,4 трлн бел. руб., по сравнению с аналогичным периодом 2010 года рост показателя составил 5,8%. Инвестиции в основной капитал за январь-ноябрь 2011 года выросли на 15,6% и составили 76,1 трлн бел. руб. Промпроизводство выросло на 9,5% к а.п.п.г. Инфляция за 11 месяцев 2011 года составила 104%, цены производителей промышленной продукции выросли на 139,6%. В ноябре текущего года потребительские цены в республике по сравнению с октябрём выросли на 8,1%. /Finambonds/
  - Акционеры **ОАО «Магнит»** выкупили по преимущественному праву 1,469 млн акций по цене 85 долл. за штуку, то есть на сумму 124,8 млн долл. /Интерфакс/
- Наш комментарий:*  
[http://www.nomos.ru/upload/iblock/f06/NOMOS\\_daily\\_debt\\_markets\\_01\\_12\\_2011.pdf](http://www.nomos.ru/upload/iblock/f06/NOMOS_daily_debt_markets_01_12_2011.pdf)
- Туроператор Thomas Cook Group Plc (партнер **ВАО «Интурист»**) планирует закрыть 200 офисов в Великобритании (из 1,3 тыс. офисов) и сократить размер

флота воздушных судов с 41 до 35 единиц, так как чистый убыток компании по результатам 2010-2011 финансового года составил 521 млн фунтов стерлингов (774 млн долл.). Старший вице-президент АФК «Система» Алексей Буянов сообщил, что корпорация намерена воспользоваться правом на продажу акций Thomas Cook (1,95%) по истечении 6 месяцев после создания СП. /Интерфакс/

*Наш комментарий:*

[http://www.nomos.ru/upload/iblock/48a/NOMOS\\_daily\\_debt\\_markets\\_23\\_11\\_2011.pdf](http://www.nomos.ru/upload/iblock/48a/NOMOS_daily_debt_markets_23_11_2011.pdf)

#### Долговые рынки

- **ССМО «ЛенСпецСМУ»** осуществило выплату 8 купона на сумму 47,34 млн руб. и погашение 20% номинальной стоимости облигаций серии 01 в размере 400 млн руб.
- **Газпромбанк** сократил срок сбора заявок на биржевые облигации серии БО-04 объемом 10 млрд руб. Книга заявок на ценные бумаги будет закрыта 15 декабря, а не 16 декабря, как планировалось ранее. Техническое размещение облигаций на ФБ ММВБ состоится 20 декабря 2011 года. Ориентир ставки купона по облигациям был объявлен в диапазоне 8,25%-8,75% годовых, что соответствует доходности к годовой оферте 8,42%-8,94% годовых.
- **МДМ Банк** установил ставку 1 купона биржевых облигаций серии БО-04 объемом 5 млрд руб. в размере 9,5% годовых. Ориентир ставки был в диапазоне 9-9,5% годовых, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 9,2-9,72% годовых.
- **Бинбанк** 15 декабря с 14:00 мск до 15:00 мск проведет сбор заявок на приобретение биржевых облигаций серии БО-01 объемом 3 млрд руб. Техническое размещение 3-летних бумаг по открытой подписке на ФБ ММВБ запланировано на 20 декабря.
- **НЛМК** сегодня в 11.00 мск открывает книгу заявок на биржевые облигации серии БО-02 и БО-03 общим объемом 10 млрд руб. Сбор заявок на ценные бумаги будет осуществляться в срок до 15.00 мск 16 декабря 2011 г. Размещение облигаций на ФБ ММВБ состоится 21 декабря текущего года. Срок обращения займов - 3 года.

#### Рейтинги и прогнозы

- Агентство Standard&Poor's пересмотрело прогноз по рейтингам **Иркутской области** со «Стабильного» на «Позитивный». Одновременно подтверждены долгосрочный кредитный рейтинг «ВВ» и рейтинг по национальной шкале «ruAA». Эксперты S&P отметили, что «Позитивный» прогноз отражает взвешенную практику управления финансами в среднесрочной перспективе, которая поможет области стабилизировать бюджетные показатели на умеренном уровне, несмотря на повышение давления на расходную часть бюджета и потенциальную волатильность доходов. Уровень рейтингов Иркутской области обусловлен ограниченной гибкостью и предсказуемостью доходов и расходов бюджета, относительно высокими условными обязательствами и значительными потребностями в развитии инфраструктуры.
- Агентство Moody's подтвердило долгосрочный кредитный рейтинг **МДМ Банка** на уровне «Ba2», рейтинг финансовой устойчивости (BFSR) - на уровне «D». Прогноз по рейтингам – «Стабильный». Отмечаются сильные рыночные позиции МДМ Банка, широкий региональный охват, диверсифицированную клиентскую базу и неизменно высокие показатели достаточности капитала. Кроме того, рейтинг отражает высокий уровень корпоративного управления и риск-менеджмента Банка.

## Главные новости

### Отчетность Мосэнерго за 9 мес. 2011 года - уверенный рост показателей, долговая нагрузка на комфортном уровне.

Вчера компания представила результаты за 9 мес. 2011 года, которые свидетельствуют об уверенном росте показателей. Вместе с тем, некоторым негативным моментом является отставание операционного денежного потока от уровней годом ранее. Соотношение Debt/EBITDA - меньше единицы.

#### Событие. Вчера Мосэнерго опубликовало отчетность за 9 мес. 2011 года. P&L, Мосэнерго 9 мес. 2011

млн руб.	Мосэнерго						
	1 кв. 2011	2 кв. 2011	3 кв. 2011	3 кв./2 кв. %	9мес.11	9мес.10	Изм. %
Выручка	60 255	29 634	23 449	-20,9	113 388	97 515	16,3
ЕБИТДА	12 720	2 883	1 131	-60,8	16 734	11 672	43,4
Чистая прибыль	7 981	-114	-102	-10,5	7 765	3 398	128,5
Операц. денежный поток	-6640	10 145	6 735	-33,6	10 240	14 740	-30,5
% расходы	27	15	529	>200	571	135	>200
ЕБИТДА margin, %	21,1	9,7	4,8	-50,4	14,8	12,0	2,8
Рент-ть по чистой прибыли, %	13,2	-0,4	-0,4	13,1	6,8	3,5	3,4

**Комментарий.** Одним из ключевых моментов отчетности является уверенный рост прибыльности. Так, если динамика выручки Мосэнерго составила 16,3%, то показатель ЕБИТДА увеличил свое значение на 43%, а чистая прибыль выросла более чем в 2 раза. Данный факт обусловлен более медленным ростом затрат на транспортировку, по сравнению с динамикой продаж, а также сокращением затрат на персонал, что, прежде всего, обусловлено снижением средней численности персонала. Вполне ожидаемо на этом фоне подросла маржа Мосэнерго – ЕБИТДА margin – 14.8% ('11) vs 12.0% ('10). Отметим, что результаты 3 квартала, в том числе вследствие сезонности, были ниже результатов 2 квартала. Как и годом ранее, итоговый результат за 3 квартал отрицательный, однако значительно лучше, чем годом ранее: «-102 млн руб» и «-839 млн руб.» соответственно. Здесь также традиционно сказывается сезонность и рост ремонтных работ в третьем квартале. Некоторым негативным моментом отчетности является операционный денежный поток ниже итогов годом ранее. Данный факт объясняется, в первую очередь, весомым сокращением дебиторской задолженности за 9 мес. 2010 года. Свободный денежный поток был отрицательным, что было обусловлено значительным ростом инвестиционных расходов (с 7,3 млрд руб. до 12,3 млрд руб.). Вместе с тем, Мосэнерго воздержалась от увеличения долговой нагрузки, используя собственные средства, и по сравнению с началом года сократила долговую портфель с 109,3 млрд руб. до 102,3 млрд руб. Как следствие, метрика Debt/ЕБИТДА, поддерживаемая ростом маржи, сократилась с 0,8х до 0,7х. У Мосэнерго сохраняются весомые запасы денежных средств – 23,4 млрд руб. (28,3 млрд руб. на начало года), что делает чистый долг отрицательным.

Бумаги Мосэнерго-2 одни из наиболее ликвидных в секторе, однако оферта по выпуску уже в феврале 2012, а доходность на уровне в 6,57% вряд ли привлекательна в текущих условиях.

## Балансовые показатели Мосэнерго по МСФО

млн руб.	2010	9 мес. 2011	%
Активы	255 701	256 230	0,2
Денежные средства и их эквиваленты	28 334	23 414	-17,4
Финансовый долг:	16 746	14 934	-10,8
долгосрочный	11 770	9 587	-18,5
краткосрочный	4 976	5 347	7,5
Чистый долг	-11 588	-8 480	-26,8
Debt/EBITDA	0,83	0,67	-0,2
Net Debt/EBITDA	отриц.	отриц.	-
EBITDA/% расходы	118,8	29,3	-89,5
Фин. долг/Активы	0,07	0,06	0,0

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

*Игорь Голубев*

### Tele2 Russia выходит из гонки за новыми клиентами – прогноз по количеству абонентов на 2011 год снижен.

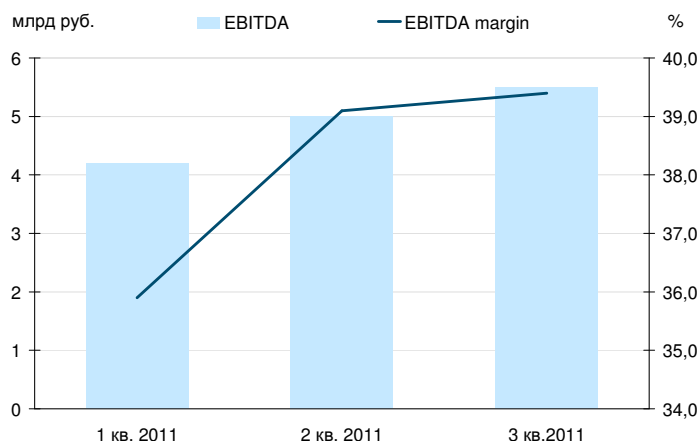
*Переход компании от активного привлечения клиентов к работе над качеством абонентской базы соответствует общеотраслевым тенденциям и позволит закрепить ее рыночные позиции в регионах присутствия, а также повысить эффективность бизнеса, в том числе за счет сокращения расходов на новые подключения. Новость нейтральна для облигаций Tele2.*

**Событие.** Вчера оператор Tele2 Russia снизил прогноз по количеству абонентов на 2011 год до уровня 20,6-20,7 млн против 21 млн, ранее заявленных. Гендиректор Tele2 АВ Матс Гранрид сообщил, что «компания в России решила сфокусироваться на снижении оттока клиентов, вместо того, чтобы бороться за чистый прирост. Компания продолжит сохранять баланс между приростом клиентов и доходностью». В ноябре Tele2 Russia увеличил абонентскую базу на 48 тыс. и по итогам месяца обслуживал 20,5 млн пользователей.

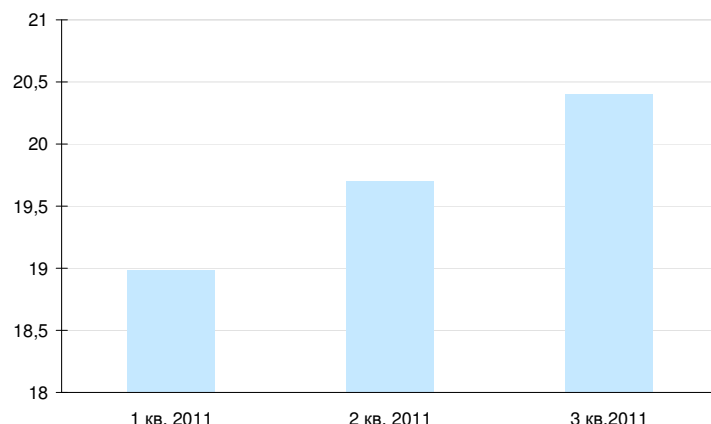
**Комментарий.** Действия Tele2 Russia соответствуют последним общеотраслевым тенденциям на рынке мобильной связи в России. Напомним, еще в 3 квартале сначала МТС, а затем VimpelCom Ltd., заявили, что выходят из гонки за новыми подключениями и сосредоточат усилия на повышении качества абонентской базы, в том числе пересмотрев систему поощрений дилерам. В результате, МТС в большей степени, VimpelCom Ltd. пока в меньшей, удалось по итогам 3 квартала добиться видимого результата от смены стратегии поведения на рынке, в частности, это проявилось в улучшении операционных показателей (ARPU и MOU) и прибыльности. Поэтому мы считаем, что, скорректировав прогноз по количеству абонентов на 2011 год, Tele2 Russia вряд ли уступит свои рыночные позиции другим операторам, которые также сбавили обороты по новым подключениям, скорее, закрепят их. В свою очередь, работа над качеством клиентской базы позволит компании повысить эффективность бизнеса, в том числе за счет роста операционных показателей и сокращения расходов по привлечению абонентов. Отметим, что Tele2 Russia, являясь дискаунтером на рынке мобильной связи, удастся продемонстрировать неплохие результаты по прибыльности, немногим уступая крупнейшим игрокам, благодаря жесткому контролю над затратами. Так, в 3 кв. 2011 г. рентабельность EBITDA у Tele2 Russia составила 39,4%, в то время как у VimpelCom Ltd. и МТС в России – 40% и 45,1% соответственно. Не исключено, что, пересмотрев стратегию, Tele2 Russia сможет повысить прибыльность бизнеса.

Мы считаем, что данная новость не окажет влияния на котировки рублевых облигаций оператора, которые в настоящее время предлагают лучшую доходность в секторе, в частности Теле2-СПб серий 02 (УТР 10,98%/3,65 г.) и 03 (УТР 11,21%/3,65 г.). Премия по данным выпускам к облигациям VimpelCom Ltd. и МТС составляет порядка 100-160, что, безусловно, дает возможность апсайда, но ограниченная ликвидность бумаг может вызвать трудности в операциях с ними.

## Динамика показателя EBITDA Tele2 Russia



## Абонентская база Tele2 Russia, млн.



Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

*Александр Полютков*

### АФК Система: неплохие результаты за 3 кв. и 9 мес. 2011 г.

*В целом, результаты корпорации выглядят неплохо. Динамика выручки год-к-году демонстрирует двузначный рост. Прибыльность бизнеса несколько пострадала из-за башкирских активов, которую не удалось полностью компенсировать за счет роста основных показателей МТС. В то же время долговая нагрузка АФК снизилась, а риски рефинансирования короткого долга являются невысокими. Отчетность не окажет влияния на котировки облигаций корпорации.*

**Событие.** Вчера АФК Система опубликовала финансовую отчетность за 3 кв. и 9 мес. 2011 г. по US GAAP.

**Комментарий.** В целом результаты АФК за отчетный период были ожидаемы, исходя из того, что основные подразделения компании (МТС и Башнефть) уже опубликовали свою отчетность за 3 кв. По сравнению со 2 кв. финансовые показатели Системы либо совсем не изменились (доходы), либо незначительно снизились (OIBDA и чистая прибыль), что не очень приятно, но не критично.

В результатах компании за 3 кв. нашли отражение следующие тенденции:

- Основным драйвером роста в 3 кв. были МТС. У МТС третий квартал - сезонно сильный, и этот год не исключение: q-o-q выручка выросла на 5%, EBITDA - на 11%.
- Выручка и EBITDA Башкирских активов в 3 кв. снизились q-o-q на 2% и 23%; рентабельность по EBITDA упала с 22% до 17% в первую очередь благодаря увеличению SG&A расходов. Роста основных показателей МТС было недостаточно для того, чтобы компенсировать слабые результаты Башкирских компаний. Однако в 4 кв. 2011 г. ситуация в нефтяном бизнесе АФК Системы может измениться к лучшему, т.к. негативные факторы в деятельности Башнефти в основном имели «одноразовый» характер.
- Показатели сегмента «развивающиеся активы» не внушали оптимизма: несмотря на некоторое повышение рентабельности по EBITDA, выручка снизилась (особенно заметно в туристическом и банковском сегментах, а также в медицинском бизнесе). Однако данные направления не занимают значительной доли в общей стоимости компании, поэтому на данном этапе их вклад в результаты группы можно игнорировать.
- Долговая нагрузка уменьшилась на фоне сокращения размера долга (с начала года на 3,2% до 14,89 млрд долл.). Так, соотношение Долг/OIBDA составило 1,9x на конец сентября 2011 г. против 2,1x по итогам 2010 г., Чистый долг/OIBDA – 1,8x против 1,6x соответственно. Причем на долю краткосрочного долга пришлось только 19,4% или 2,9 млрд долл., которые преимущественно перекрывались запасом ликвидности в виде денежных средств и их эквивалентов на сумму 2,2 млрд долл. А если учесть значительный размер операционного денежного потока за 9 мес. 2011 г. (3,49 млрд долл.), то очевидно, что риски рефинансирования долга корпорации являются незначительными. В ходе вчерашнего конференц-звонка менеджмент АФК отметил, что пока не планирует крупных инвестиций в 2012 г., хотя не исключил этой возможности, в том числе, если начнется правительственная программа приватизации. Что касается создания нефтехимической бизнес-единицы, то

вложения Системы ограничатся активами в СП Башнефти и Нефтехимического Холдинга. Аналогичным образом обстоят дела и с инвестициями в сельскохозяйственном секторе: в ноябре АФК приобрела ОАО «Донское», обладающее земельным фондом 25,4 тыс. га за 15 млн долл. Учитывая это, мы считаем, что в ближайшее время не стоит ждать крупных приобретений, которые могли бы отразиться на кредитных метриках корпорации.

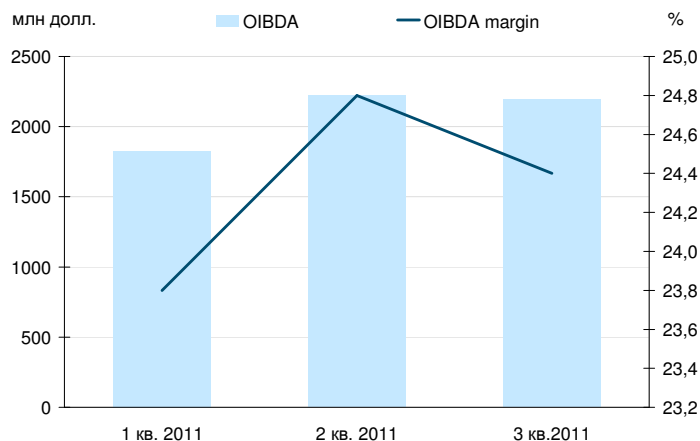
Что касается облигаций АФК Система, то на текущих уровнях и при низкой ликвидности они вряд ли могут представлять интерес для инвесторов.

### Финансовые показатели АФК Система по US GAAP

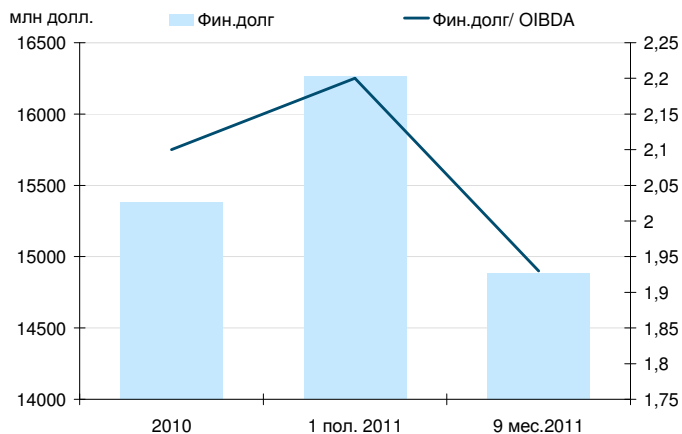
\$ млн	3 кв. 2011	2 кв. 2011	Изм. %	9 мес. 2011	9 мес. 2010	2010	Изм. %
Выручка	8 999	8 962	0,4	25 628	20 394	28 098	25,7
Операционный денежный поток	1 969	1 213	62,3	3 488	2 889	4 057	20,7
OIBDA	2 192	2 222	-1,4	6 240	5 842	7 309	6,8
Чистая прибыль	319	332	-3,9	748	697	919	7,3
% расходы	491	404	21,3	1 408	1 332	1 708	5,7
Активы	42 720	46 574	-8,3	42 720	-	44 109	-3,1
Денежные средства и их эквиваленты	2 204	1 914	15,2	2 204	-	2 262	-2,6
Финансовый долг, в т.ч.:	14 885	16 263	-8,5	14 885	-	15 384	-3,2
долгосрочный	11 998	12 693	-5,5	11 998	-	12 201	-1,7
краткосрочный	2 887	3 570	-19,1	2 887	-	3 183	-9,3
Чистый долг	12 681	14 349	-11,6	12 681	-	13 122	-3,4
Рентабельность OIBDA	24,4%	24,8%	-0,4 п.п.	24,3%	28,6%	26,0%	-4,3 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	3,5%	3,7%	-0,2 п.п.	2,9%	3,4%	3,3%	-0,5 п.п.
Фин.долг/OIBDA	-	-	-	1,93	-	2,10	-
Чистый долг/OIBDA	-	-	-	1,64	-	1,80	-
OIBDA/% расходы	4,47	5,49	-	4,43	4,39	4,28	-
Фин. долг/Активы	0,35	0,35	-	0,35	-	0,35	-

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

### Динамика показателя OIBDA АФК Система



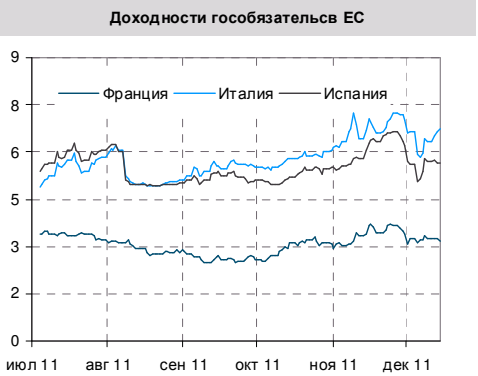
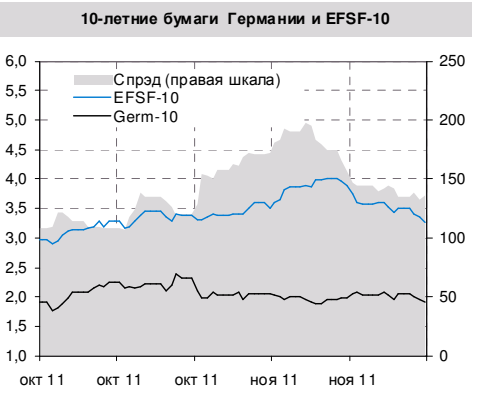
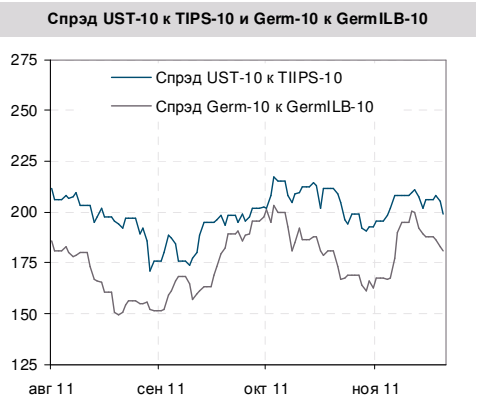
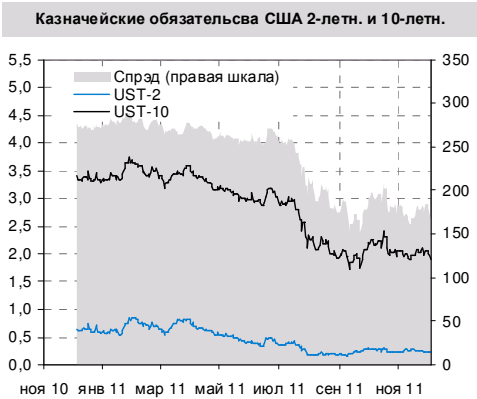
### Изменение долговой нагрузки Корпорации



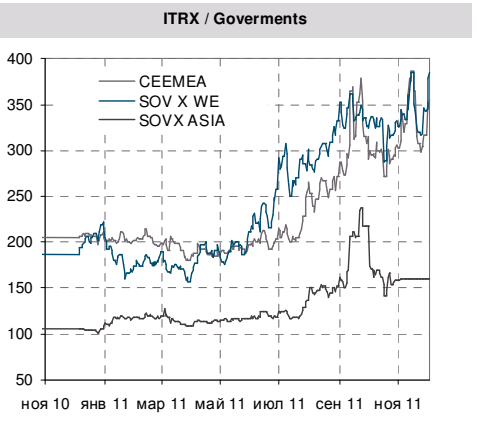
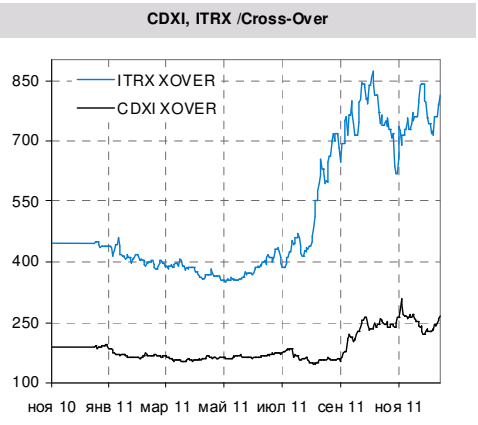
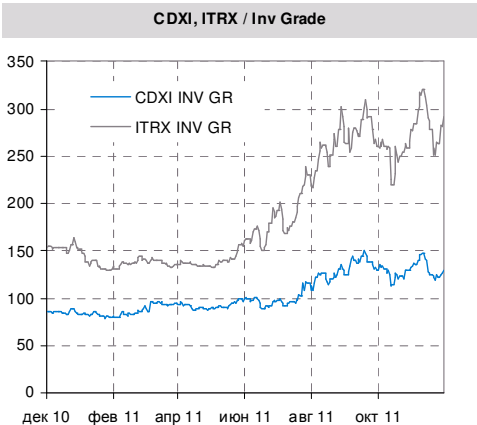
Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

*Александр Полюттов*  
*Евгений Голосной*

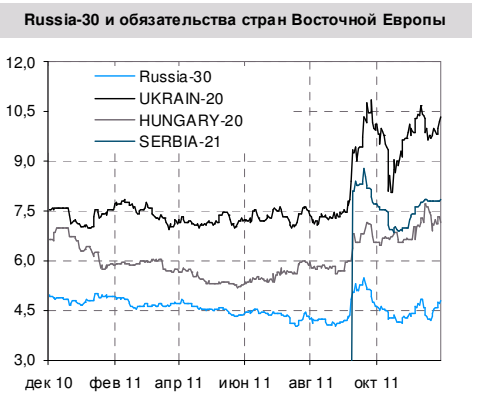
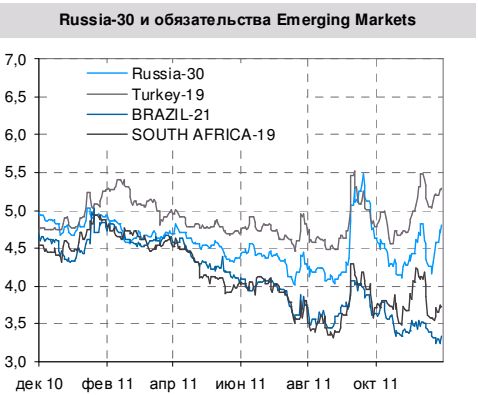
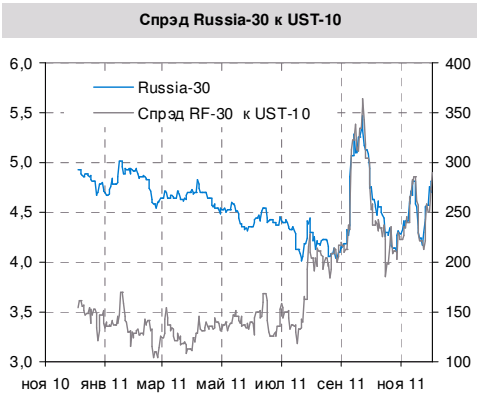
ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ



ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

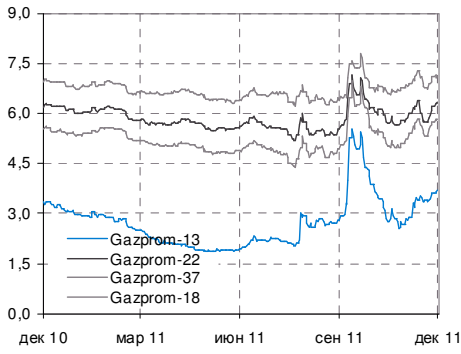


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

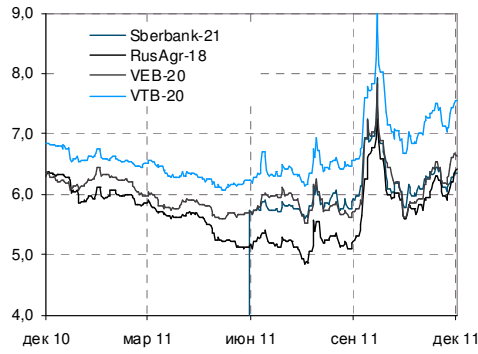


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

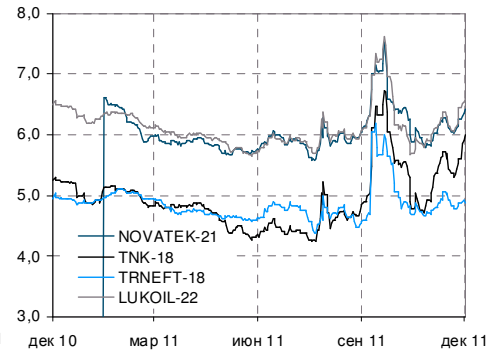
Еврооблигации Газпрома



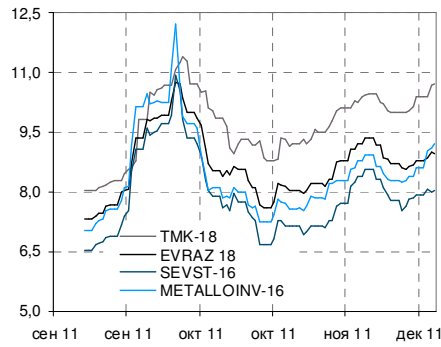
Евробонды госбанков



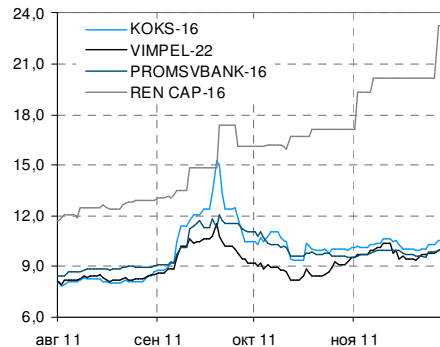
Еврооблигации нефтегазового сектора



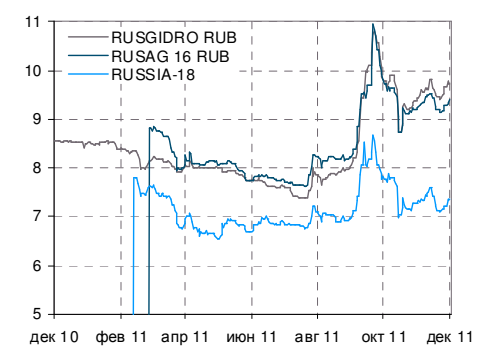
Еврооблигации металлургического сектора



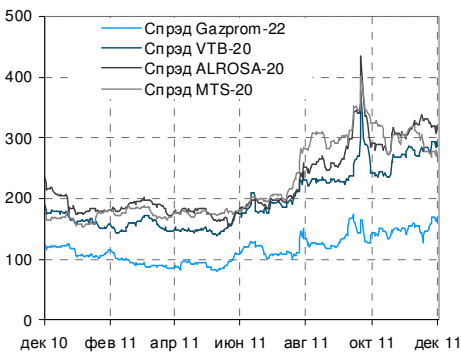
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



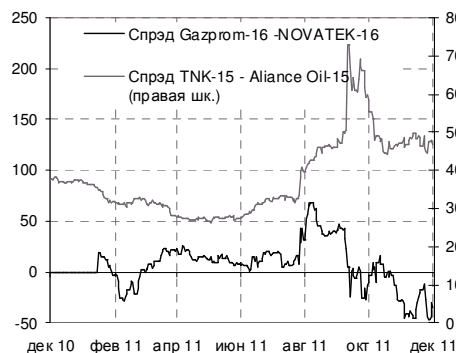
Еврооблигации, номинированные в рублях



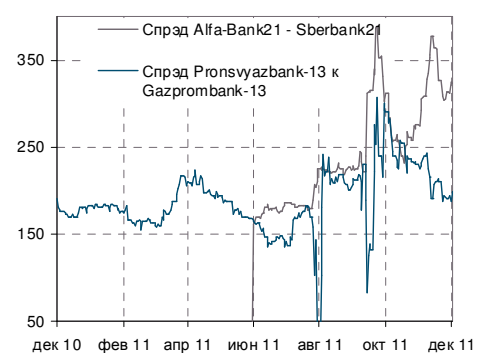
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

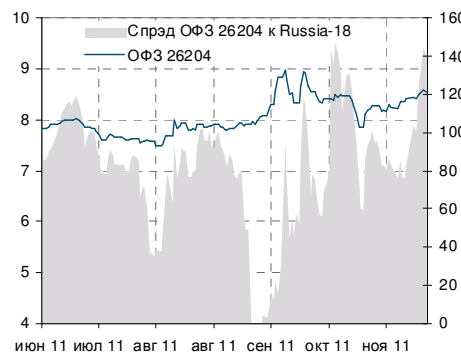


Спрэды в банковском секторе

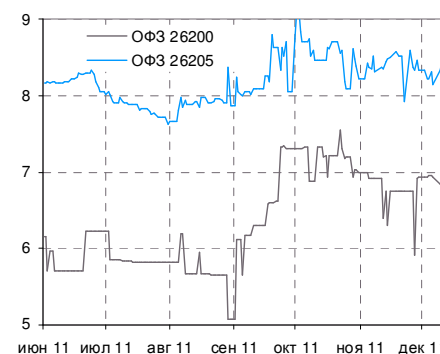


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

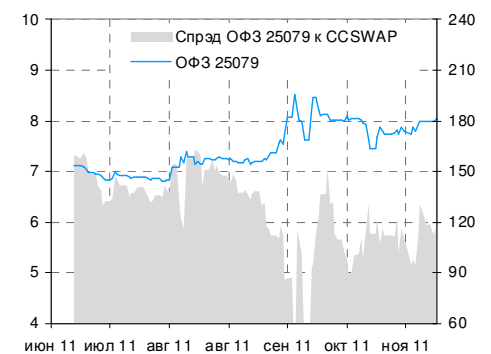
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

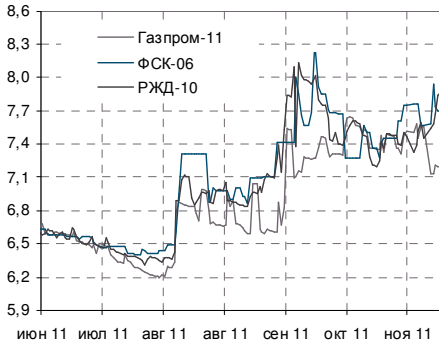


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

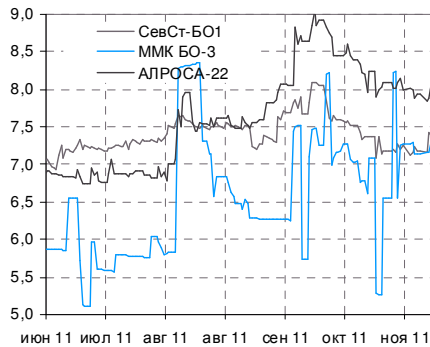


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

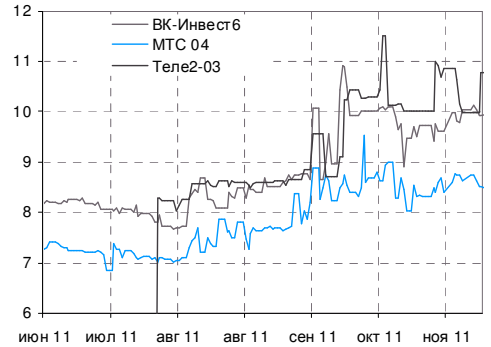
Доходности российских монополий



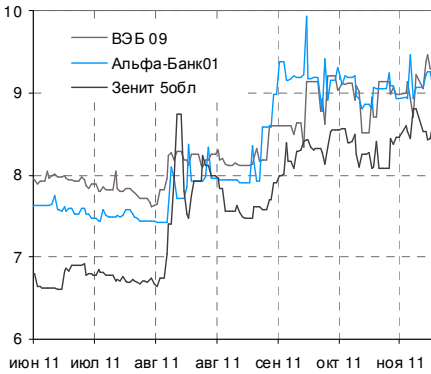
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



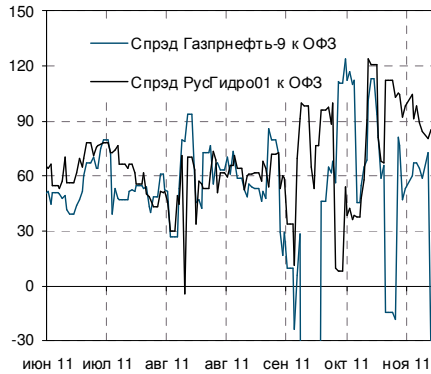
Доходности "Телекоммуникации"



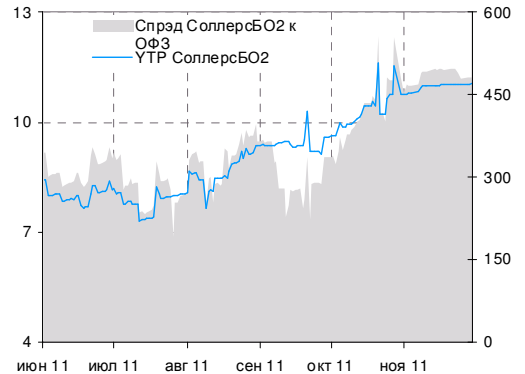
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

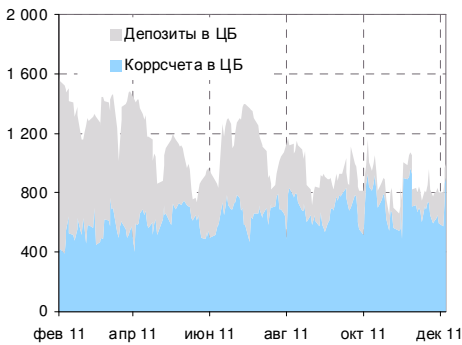


Облигации с текущей доходностью выше 10%

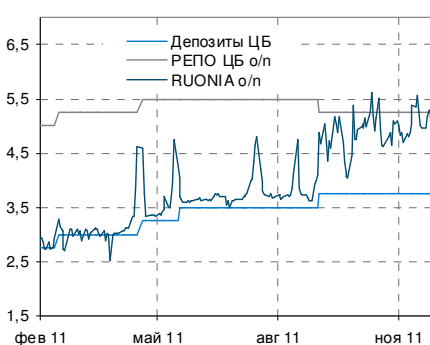


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

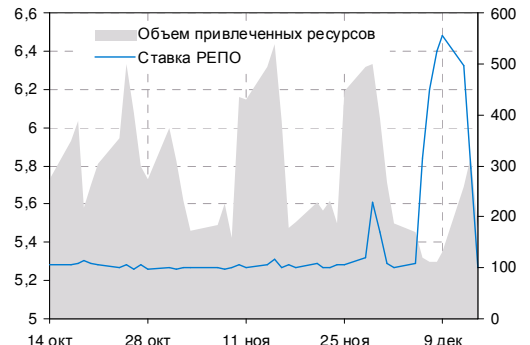
Динамика депозитов и остатков на кор. счетах



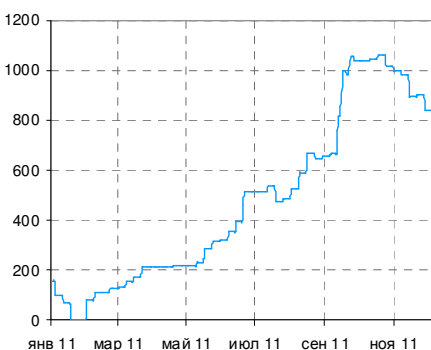
Динамика ставок денежного рынка



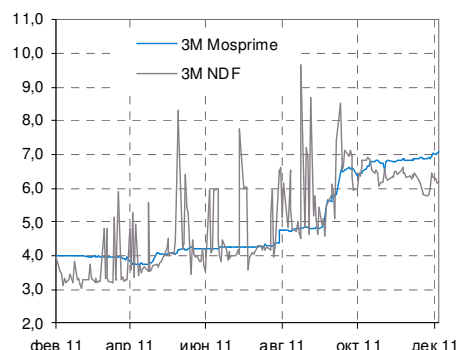
Динамика объемов и ставок РЕПО (о/п)



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

**Телекоммуникации/  
Потребсектор**

Евгений Голосной

Golosnoy\_EA@nomos.ru

**Долговой рынок**

Ольга Ефремова

Efremova\_OV@nomos.ru

**Кредитный анализ**

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov\_AVi@nomos.ru

Александр 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 исключительно 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.