

Долговые и денежные рынки  
27 апреля 2012 г.

## Конъюнктура рынков

### Внешние рынки

Настроения внешних площадок не назовешь позитивными, несмотря на то, что фондовые индексы остаются в области положительных переоценок. Макроданные по Европе продолжают подтверждать текущее довольно проблематичное положение региона. Наиболее чувствительным к этому остается сегмент долговых бумаг, где требования к премиям продолжают расти. Вчерашние отчеты из США по безработице также не радуют.

### Российские еврооблигации

В сегменте российских еврооблигаций вчера преобладала консолидация на сформировавшихся ценовых уровнях – наличие сделок не отражало изменения котировок. Газпромбанк продолжает «марафон» первичных размещений.

### Рублевые облигации

В сегменте рублевого долга в четверг сохранялась достаточно высокая активность в сегменте ОФЗ, однако в ценах это отразили лишь выпуски с длинного конца суверенной кривой. В корпоративных бондах ситуация не меняется.

### FX/Rates

Локальный валютный рынок вчера сохранял тенденцию по усилению позиций рубля. Несмотря на то, что дефицит ликвидности банковской системы удалось предотвратить за счет сильно поддержки со стороны ЦБ, участники рынка по-прежнему предпочитают активно трансформировать валютные позиции.

### Наши ожидания

Для пятничных торгов инвесторы получили мощный «новостной заряд», который имеет неоднородный характер. Так, Банк Японии озвучил решение расширить программу выкупа активов на 10 трлн иен, и это должно стать драйвером для позитива на рынках Азии. В то же время снижение рейтинга Испании до «BBB+» может весьма негативно отразиться не только на сегменте европейского госдолга, но и в целом на общем сентименте в части рискованных активов. Кроме этих новостей сегодняшний день богат на макроотчеты в Европе по Испании, Франции и Италии, которые либо усугубят панику, спровоцированную новым испанским рейтингом, либо выровняют ситуацию. Кроме того, сегодня в фокусе общего внимания выходят данные по ВВП США за 1 квартал 2012 года, что также будет серьезно влиять на предпочтения инвесторов.

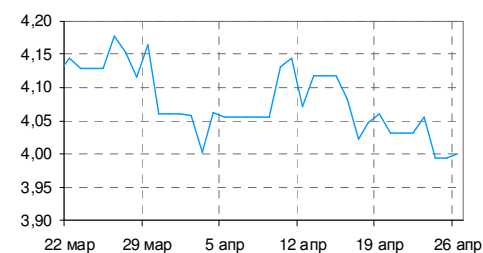
Для российских еврооблигаций новости из Европы могут стать триггером для фиксации прибыли, к тому же впереди длинные выходные.

Для российского долгового рынка ухудшение внешнего фона в купе с предстоящими расчетами по налогу на прибыль также можно рассматривать как мотивы для сокращения

#### Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	4,00	1
CDS России	198	-3
MOSPRIME o/n	5,98	4
NDF 3M	5,81	7
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.		
	752,8	46
Остатки на депозитах, млрд руб.		
	71,1	-3
Доллар / рубль (ЦБ), руб		
	29,32	-0,03
Корзина (ЦБ), руб		
	33,58	0,00

#### Динамика доходности Russia-30



#### Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3M	0,47	0,0
ERIBOR 3M	0,72	-0,4
EUR/USD	1,32	
UST-10	1,94	-5
Германия-10	1,68	-6
EFSF-10	2,98	-3
Италия - 10	5,63	0
Испания - 10	5,81	4
Португалия-10	10,68	-42
CDS 5Y Ирландия	577	8
CDS 5Y Португалия	980	-18
CDS 5Y Италия	449	8
CDS 5Y Испания	473	5

#### Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	662,8	1
iTRAXX CEEMEA 5Y	287,3	0
iTRAXX SOVX WE 5Y	274,0	-1

#### Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 25075	7,06	1
ОФЗ 26205	7,98	1
ОФЗ 26207	8,24	1
Газпром-11	7,27	5
РЖД-10	7,30	-17
ФСК-6	7,43	0
РусГидро-1	8,38	0
МТС-04	8,15	2
Вк-Инвест6	8,95	30
Северсталь-БО1	7,45	5
ВЭБ-09	8,90	31
Альфа-Банк01	8,70	3

#### Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	6,94	-2
Gazprom-37	6,08	-1
Sberbank-21	5,54	0
AlfaBank-21	8,09	-1
Evraz-18	7,47	1
Vimpel-22	8,01	-8
TNK-BP-18	4,66	-14

покупательской активности.

На локальном валютном рынке ситуация сегодня будет не лучшим образом складываться для рубля. Негативный внешний фон, а также рост предложения рублевой ликвидности от ЦБ, умерят желание участников рынка продолжать активные продажи валюты накануне последней налоговой выплаты.

## Главные новости

### РусГидро (Ba1/BB+/BB+): МСФО за 2011 год.

Компания опубликовала довольно нейтральную отчетность за 2011 год. Среди ключевых моментов: деконсолидация большей части сбытовых компаний и включение результатов PAO ЭС Востока, а также существенный рост обязательств.

### АФК «Система»: финансовые результаты за 2011 г.

Итоги АФК «Система» в основном определялись в 2011 году событиями вокруг «дочки» в Индии – SSTL, а также динамикой показателей крупнейших компаний Группы – МТС и Башнефти. В целом, без учета корректировок по SSTL, год у АФК «Система» сложился вполне удачно.

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

*Настроения внешних площадок не назовешь позитивными, несмотря на то, что фондовые индексы остаются в области положительных переоценок. Макроданные по Европе продолжают подтверждать текущее довольно проблематичное положение региона. Наиболее чувствительным к этому остается сегмент долговых бумаг, где требования к премиям продолжают расти. Вчерашние отчеты из США по безработице также не радуют.*

Хотя ключевым фондовым индексам на глобальных рынках удается удержаться в области положительных переоценок, общую ситуацию сложно назвать позитивной. Так, макростатистика по европейским странам продолжает разочаровывать и только укрепляет опасения относительно того, что ситуация в регионе сохраняется достаточно проблемной. Наиболее явно на данные реагирует сегмент первичного предложения долговых бумаг, где продолжают расти требования к премиям в доходности. Так, так очередной вчерашний европейский аукцион – размещение 6-месячных векселей Италии наглядно продемонстрировал эту тенденцию – доходность выросла до 1,772% с 1,119% на предыдущем аналогичном аукционе в марте.

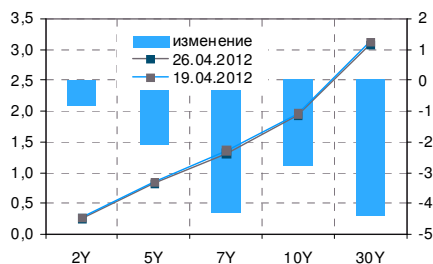
При этом для вторичного рынка большее значение имел факт того, что удалось реализовать в рынок весь запланированный объем – 8,5 млрд евро. Вместе с тем, в силу сохраняющегося навеса опасений, которые отчасти подтвердились после выхода вчерашних макроотчетов, а также вполне могут усилиться, если сегодняшняя макростатистика из Италии и Испании также окажется слабой, снижения доходностей по бумагам обозначенных стран не наблюдалось. Доходность 10-летних итальянских бумаг осталась на уровне 5,63% годовых, а по аналогичным испанским – выросла на 4 б.п. до 5,81% годовых.

Отметим, что сегодня после сообщения о снижении рейтинга Испании на 2 ступени до «BBB+» при сохранении «Негативного» прогноза положение испанских госбумаг существенно изменится – вполне оправданным будет расширение суверенного спреда с текущих 413 б.п.

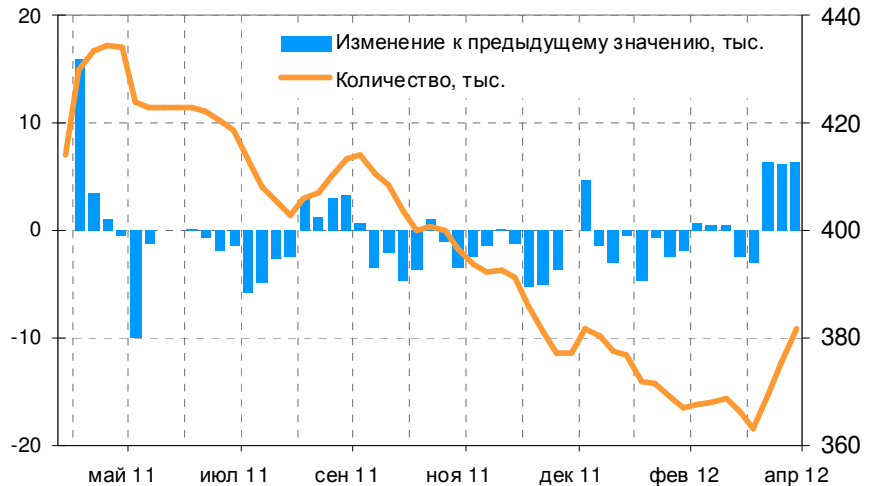
В части госбумаг Германии сохраняется достаточно стабильный спрос – доходность 10-летних бумаг вчера снизилась на 6 б.п. до 1,68% годовых. Похожая ситуация и в «защитных» UST, где по 10-летним бумагам доходность вчера вновь снизилась до 1,94% («-5 б.п.»), а аукцион по 7-летним treasuries проходил в условиях повышенного спроса: bid/cover увеличился до 2,83x с 2,72x на предыдущем аналогичном аукционе в марте. В то же время доходность нового предложения снизилась до 1,35% годовых с мартовского уровня 1,59%.

Международный валютный рынок сохраняет волатильные настроения. В рамках азиатской сессии ключевая пара EUR/USD удерживалась на уровне 1,3225x, однако при открытии европейских площадок единая валюта, получив довольно сильный импульс, устремилась к значению 1,326x. Опубликованные данные о снижении индекса делового доверия в Италии стали причиной для разворота восходящего тренда пары EUR/USD. Примечательно то, что в целом рынок, несмотря на довольно плотный информационный фон, так и не смог определиться с направлением для дальнейшего движения. Вместе с тем, не одна Европа разочаровала инвесторов слабыми данными. Так, представленная вчера статистика с рынка труда в США в очередной раз продемонстрировала рост количества обращений за пособием по безработице.

Кривая доходности гособлигаций США



Количество первичных заявлений от безработных на получение пособий (4-недельное среднее)



Источник: Bloomberg, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

По всей видимости, сделанная ставка на начало восстановления экономики была неоправданной.

Позже вечером международное агентство S&P сообщило о снижении рейтинга Испании с «А» до «BBB+», а кроме того сохранило негативный прогноз, таким образом напомнив о том, что долговой кризис в Европе пока не закончен. Следует отметить, что инвесторы, уже отвыкшие от подобных событий предпочли избавиться от евро, вследствие чего значение пары EUR/USD уже к закрытию торгов опустилось ниже уровня 1,319х.

*Ольга Ефремова  
Алексей Егоров*

Российские еврооблигации

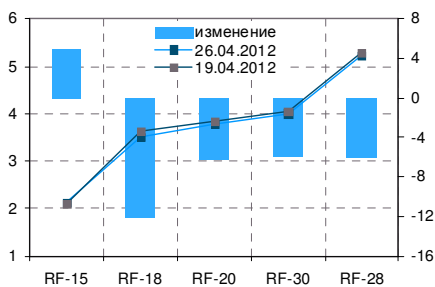
В сегменте российских еврооблигаций вчера преобладала консолидация на сформировавшихся ценовых уровнях – наличие сделок не отражало изменения котировок. Газпромбанк продолжает «марафон» первичных размещений.

За вчерашний день не произошло каких-то существенных изменений в котировках российских еврооблигаций. Судя по всему, консолидация на текущих уровнях стала «вынужденной» мерой для участников, которые, хотя и склоняются к тому, чтобы продолжать покупки (российские риски на общем фоне выглядят достаточно привлекательно, особенно в условиях стабилизации ситуации на сырьевых площадках), все же стараются действовать осторожнее, поскольку глобальный сентимент сохраняется весьма неоднородным. К тому же опасения дальнейшего усугубления проблем в части европейского долга не удается нейтрализовать.

Итак, в суверенных бондах вчера в центре торговой активности оставались бумаги Russia-30 и Russia-42, котировки первой закрепились в диапазоне 119,8125% - 120% (YTM 4,01% - 3,98%), второй – около 105,5% (YTM 5,26%),

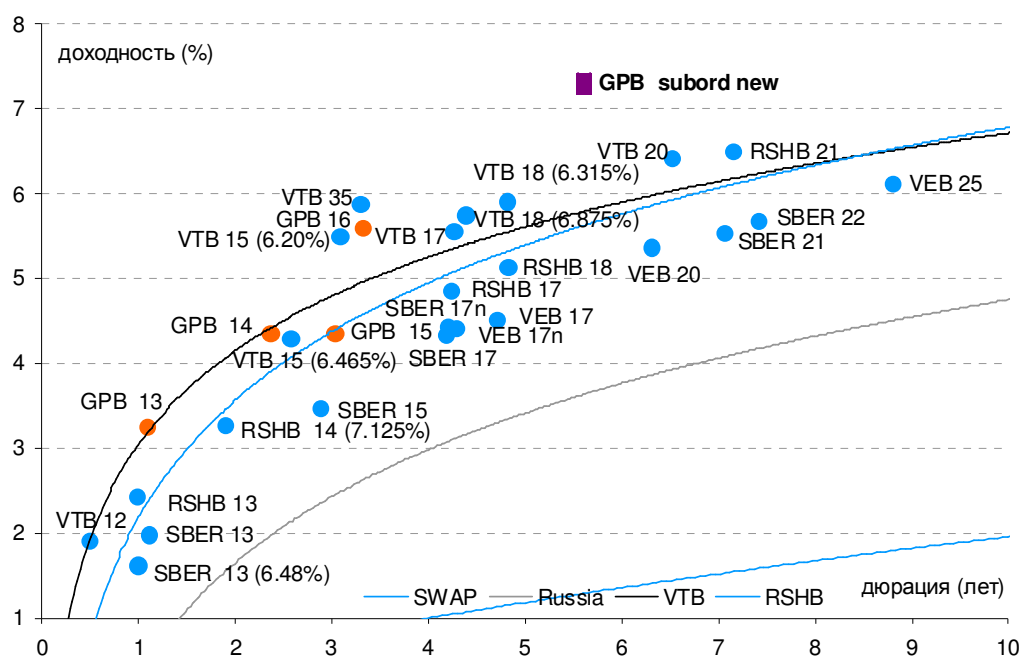
В корпоративных бумагах обращают на себя внимание покупки в бумагах Газпрома, особенно Gazprom-37, в длинных выпусках ВымпелКома, а также в ВТБ-20. Спроса «хватало» как на новый бонд Евраза, так и на другие торгующиеся выпуски компании. Кроме того, в области интересов инвесторов находились бумаги Распадской (Raspadskaya-17), а также выпуск Vostok-15, находившийся под давлением продаж с начала апреля.

Кривая доходности гособлигаций России



Марафон первичных размещений продолжает Газпромбанк. При этом обозначенный новый ориентир по доходности нового субординированного 7-летнего выпуска объемом 500 млн долл. в диапазоне 7,25% - 7,35% годовых, на наш взгляд, уже не несет какой-либо существенной премии ко вторичному рынку. Премия к сопоставимым по дюрации бумагам ВТБ не превышает 100 б.п., что, на наш взгляд, недостаточно, чтобы обеспечить компенсацию за разницу в кредитном профиле и субординированный характер новых бумаг. К тому же в настоящее время на кривой доходности, представляющей банковский сектор, достаточное количество альтернатив в виде senior выпусков, традиционно характеризующихся большей ликвидностью. Исходя из этого, потенциал дальнейшего апсайда субординированных бондов Газпромбанка мы не видим, его возможность исключительно «вместе с рынком».

### Кривая доходностей еврооблигаций финансового сектора



Источник: Bloomberg, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Ольга Ефремова

### Рублевые облигации

В сегменте рублевого долга в четверг сохранялась достаточно высокая активность в сегменте ОФЗ, однако в ценах это отразили лишь выпуски с длинного конца суверенной кривой. В корпоративных бондах ситуация не меняется.

Сегмент ОФЗ по-прежнему концентрирует основное внимание участников на себе. При этом по среднесрочным выпускам наличие сделок не отражает заметного изменения котировок, в большей степени цены меняются на длинной дюрации. Так, за вчерашний день котировки выпусков 26204, 26206, 26207 и 26208 прибавили от 5 до 30 б.п. Слабее остальных смотрелись бумаги серии 26205, которые закончили день отрицательной переоценкой, но она не превысила 10 б.п.

В корпоративных выпусках сохраняется смешанная динамика при достаточно ограниченных оборотах. В «плюсе» по итогам дня остались бумаги Башнефти серий 03 и 04, ВЭБ-08, Магнит-БО4, РМК-Финанс 03, РГС-Банк-4.

Из наиболее значимых отрицательных переоценок выделим ТатфондБанк-БО2, ТГК-9 01, ТГК-1 02, Газпром-11, Газпром нефть-4. Судя по всему, торги в ближайшие дни будут проходить в рамках похожего сценария, вряд ли перед длинными выходными участники будут проявлять высокий спрос, к тому же внешний фон не особо благоприятствует покупкам.

*Ольга Ефремова*

## Forex/Rates

*Локальный валютный рынок вчера сохранял тенденцию по усилению позиций рубля. Несмотря на то, что дефицит ликвидности банковской системы удалось предотвратить за счет сильно поддержки со стороны ЦБ, участники рынка по-прежнему предпочитают активно трансформировать валютные позиции.*

В ходе вчерашних торгов национальная валюта в очередной раз продемонстрировала усиление позиций. Несмотря на отсутствие стабильности на внешних валютных рынках, инвесторы продолжали вести подготовку к последней налоговой выплате в этом месяце – расчетам по налогу на прибыль. Вместе с тем, текущего уровня ликвидности вполне достаточно для относительно безболезненных для банковской системы расчетов. В тоже время практика ЦБ резко снизить объем предоставляемых ресурсов на аукционах прямого РЕПО после окончания налогового периода, тем самым лишая кредитные организации возможности рефинансировать свою задолженность, вынуждает участников, испытывающих необходимость в рублевых ресурсах, продолжать трансформировать валютные позиции. По итогам вчерашнего дня курс доллара составил 29,31 руб., а стоимость бивалютной корзины - 33,56 руб.

Согласно данным ЦБ, сумма остатков на корсчетах и депозитах за вчерашний день увеличилась почти на 43 млрд руб. до 823,9 млрд руб. Тем не менее, ставки денежного рынка продолжали расти. Так, MosPrime o/n вчера составила 5,98%, вплотную приблизившись к пороговому значению 6%. Сегодня ЦБ с целью предотвращения дальнейшего роста ставок, а также чрезмерного усиления позиций рубля предложит на однодневном аукционе прямого РЕПО крупнейшую с начала месяца сумму – 390 млрд руб. Однако, на наш взгляд, завтра данный рекорд может быть «побит».

*Алексей Егоров*

## Наши ожидания

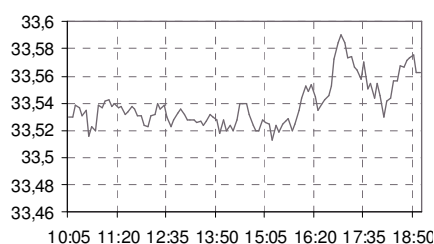
Для пятничных торгов инвесторы получили мощный «новостной заряд», который имеет неоднородный характер. Так, Банк Японии озвучил решение расширить программу выкупа активов на 10 трлн иен, и это должно стать драйвером для позитива на рынках Азии. В то же время снижение рейтинга Испании до «BBB+» может весьма негативно отразиться не только на сегменте европейского госдолга, но и в целом на общем сентименте в части рискованных активов. Кроме этих новостей сегодняшней день богат на макроотчеты в Европе по Испании, Франции и Италии, которые либо усугубят панику, спровоцированную новым испанским рейтингом, либо выровняют ситуацию. Кроме того, сегодня в фокусе общего внимания выходят данные по ВВП США за 1 квартал 2012 года, что также будет серьезно влиять на предпочтения инвесторов.

Для российских еврооблигаций новости из Европы могут стать триггером для фиксации прибыли, к тому же впереди длинные выходные.

Для российского долгового рынка ухудшение внешнего фона вкупе с предстоящими расчетами по налогу на прибыль также можно рассматривать как мотивы для сокращения покупательской активности.

На локальном валютном рынке ситуация сегодня будет не лучшим

Динамика бивалютной корзины



образом складываться для рубля. Негативный внешний фон, а также рост предложения рублевой ликвидности от ЦБ, умерят желание участников рынка продолжать активные продажи валюты накануне последней налоговой выплаты.

Ольга Ефремова  
Алексей Егоров

## Календарь событий

### Долговой рынок

- 27 апреля Размещение: Московский Кредитный банк, БО-03  
Размещение: ФСК ЕЭС, 12  
Размещение: КБ Кольцо Урала, 01  
Размещение: Азиатско-Тихоокеанский Банк, 01

### Внешний долговой рынок

- 27 апреля Размещение гособлигаций Испании с погашением в 2014 и 2022 годах.  
30 апреля Размещение гособлигаций Франции.

### Макроэкономические события

- 27 апреля Пресс-конференция главы Банка Японии. Мартовские отчеты по безработице, промпроизводству, розничным продажам, инфляции в Японии.  
Индекс потребительского доверия в Германии.  
ВВП США за 1 квартал 2012 года.  
Индекс потребительского доверия в США от Мичиганского университета / прогноз за апрель.  
30 апреля CPI по ЕС / прогноз апрель.  
Статистика персональных доходов и расходов в США в марте.

### Корпоративные события

- 27 апреля Ростелеком, МСФО, 11 г

### Денежный рынок

- 28 апреля Уплата налога на прибыль.

Источники: REUTERS, Bloomberg, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

## Новости коротко

### Макроновости

- **Международные резервы России** за неделю с 13 по 20 апреля выросли на 0,5 млрд долл. до 519,5 млрд долл.
- По данным Минэкономразвития, **совокупный объем государственного долга РФ** составил по состоянию на 1 апреля 5312,91 млрд руб., увеличившись за март на 24,68 млрд руб. или на 0,5%, а в целом за январь-март текущего года его сокращение составило 30,31 млрд руб. или 0,6%. В структуре государственного долга на 1 апреля внешний долг составил 19,2% (19,6% - на 1 марта и 21,6% - на 1 января), внутренний долг – 80,8% (80,4% и 78,4% соответственно).
- По оценке Минэкономразвития России, **ВВП России** в марте 2012 года с исключением сезонного фактора снизился на 0,6% по сравнению с февралем (в январе снижение составляло 0,1%, в феврале ВВП вырос на 0,5%). За 1 квартал текущего года в целом ВВП вырос на 4,0% к соответствующему периоду прошлого года, при этом по отношению к предыдущему кварталу замедлился до 0,2% по сравнению с 1,4% в 3 и 4 кварталах 2011 года.

### Корпоративные новости

- **«Металлоинвест»** в 1 квартале 2012 года сократил производство железной руды на 0,3% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года – 9,9 млн тонн. По сравнению с 4 кварталом 2011 года производство железной руды сократилось на 1,1%. Производство окатышей и ГБЖ/ПВЖ в 1 квартале по сравнению с 4 кварталом прошлого года увеличилось на 4,1% и 6,0%, соответственно, до 5,8 млн тонн и 1,4 млн тонн. Отгрузка ГБЖ/ПВЖ по итогам 1 квартала по сравнению с предыдущим кварталом выросла на 16,1% - до 600 тыс. тонн. Отгрузка окатышей внешним потребителям в 1 квартале 2012 года снизилась на 4,3% до 3,4 млн тонн (по сравнению с 4К 2011) по причине роста внутреннего потребления с учетом увеличенных объемов производства ГБЖ/ПВЖ. Выплавка чугуна и стали в 1 квартале сократилась на 7,6% и 3,6% соответственно к уровню 4 квартала 2011, согласно комментариям менеджмента, в результате проведения ремонтов. [/www.metalloinvest.com/](http://www.metalloinvest.com/)

### Долговые рынки

- Совет директоров **ЗАО «ГИДРОМАШСЕРВИС»** принял решение о выпуске облигаций серий 03, БО-01, БО-02 и БО-03 общим номинальным объемом 12 млрд руб. Объем каждого выпуска определен в размере 3 млрд руб. Срок обращения облигаций серий БО-01, БО-02, БО-03 составит 3 года, серии 03 – 5 лет.

### Рейтинги и прогнозы

- Standard&Poor's понизило кредитный рейтинг **Испании** на две ступени - до «BBB+» с «Негативным» прогнозом из-за опасений ухудшения бюджетной ситуации и роста госдолга в результате спада в экономике, а также более серьезного, чем оценивалось ранее, ослабления банковского сектора.
- Fitch присвоило финальный рейтинг «BB-» 5-летним еврооблигациям **Evrax Group S.A.** на сумму 600 млн долл. Evrax имеет долгосрочный рейтинг дефолта эмитента в иностранной валюте на уровне «BB-» со «Стабильным» прогнозом.

## Главные новости

### РусГидро (Ва1/ВВ+/ВВ+): МСФО за 2011 год.

Компания опубликовала довольно нейтральную отчетность за 2011 год. Среди ключевых моментов: деконсолидация большей части сбытовых компаний и включение результатов РАО ЭС Востока, а также существенный рост обязательств.

**Событие.** РусГидро опубликовало отчетность по МСФО за 2011 год.

**Комментарий.** Выручка компании за 2011 год формально показала снижение на 31% до 362,6 млрд руб. Данный факт был обусловлен тем, что РусГидро продало Интер РАО существенную часть энергосбытовых активов. Отметим, что отчетность включает в себя так же финансы РАО Энергосистемы Востока, которые добавили в энергобаланс РусГидро 9 гВт менее маржинальной тепловой генерации. Напомним, что одной из причин последнего снижения прогноза от S&P со «Стабильного» до «Негативного» стала передача Правительством в октябре 2011 года контрольного пакета в РАО ЭС Востока от государства в обмен на свои акции. Однако пока в годовой отчетности на прибыльности бизнеса это отразилось несущественно. EBITDA за отчетный год составила 76,9 млрд руб. против 78,6 млрд годом ранее.

Долговая нагрузка в прошлом году росла довольно агрессивно. Так, по итогам декабря долговой портфель РусГидро увеличился в размере до 124 млрд руб. с 82,3 млрд на начало года. Рост был следствием привлечения кредитов Сбербанка, задолженность перед которым выросла с 8,5 млрд руб. до 44 млрд руб., а также размещения рублевых облигаций в размере 15 млрд руб. Метрика Debt/EBITDA составила 1,6x против 1,05x годом ранее. На счетах РусГидро, по-прежнему, сохраняются весомые запасы ликвидности в размере 47,3 млрд руб., которые в полном объеме покрывают краткосрочные обязательства - 21,4 млрд руб. На текущий момент пока неизвестно о планируемых капитальных затратах на текущий год – программа должна быть утверждена правительством в июне текущего года. Вместе с тем, менеджмент, как мы понимаем, ожидает снижения размеров инвестиций, что может положительно отразиться на долге генкомпании.

Идей в локальных бумагах, которые на сегодняшний день «зависли» на кривой ФСК, по нашему мнению, нет.

#### Финансовые результаты РусГидро, млн руб.

млн руб. МСФО	РусГидро		
	2010	2011	Изм. %
Выручка	526 581	362 599	-31
Операционный денежный поток	50 515	64 669	28
Свободный денежный поток	-39 473	-16 296	-59
EBITDA	78 624	76 972	-2
Чистая прибыль	10 399	29 493	184
% расходы	9 734	6 392	-34
Активы	744 993	811 783	9
Денежные средства и их эквиваленты	22 569	47 337	110
Финансовый долг, в т.ч.:	82 766	124 038	50
долгосрочный	51 579	102 624	99
краткосрочный	31 187	21 414	-31
Чистый долг	60 197	76 701	27
Рентабельность EBITDA	14,9%	21,2%	6,3 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	2,0%	8,1%	6,2 п.п.
Фин.долг/EBITDA	1,05	1,61	0,56
Чистый долг/EBITDA	0,77	1,00	0,23
EBITDA/% расходы	8,08	12,04	3,96
Фин. долг/Активы	11,1%	15,3%	4,2 п.п.

*Игорь Голубев*

**АФК «Система»: финансовые результаты за 2011 г.**

*Итоги АФК «Система» в основном определялись в 2011 году событиями вокруг «дочки» в Индии – SSTL, а также динамикой показателей крупнейших компаний Группы – МТС и Башнефти. В целом, без учета корректировок по SSTL, год у АФК «Система» сложился вполне удачно.*

**Событие.** АФК «Система» представила вчера инвесторам итоги деятельности за 4 квартал 2011 года и 2011 год (US GAAP).

**Комментарий.** Отметим сразу, что на результаты АФК «Система» за 2011 год существенное влияние оказали разовые корректировки: списание по лицензиям дочерней SSTL в размере 346 млн долл. вследствие решения Верховного суда Индии об отмене 122 лицензий у телеком-операторов, включая 21 лицензию SSTL и гудвила SSTL в размере 349 млн долл. Поэтому для большей репрезентативности ряд показателей приводится без учета данных корректировок. Напомним, что события вокруг SSTL стали причиной пересмотра со стороны Fitch прогноза по рейтингу АФК «Система» «BB-» с «Позитивного» на «Стабильный» в ноябре прошлого года. Данное действие отражало мнение агентства, что «Система» «вряд ли сможет быстро найти решение в отношении своей дочерней компании».

Помимо SSTL корректировки касались обесценения активов и создания резервов под сомнительную задолженность. При их отсутствии OIBDA могла бы составить 8,3 млрд руб. вместо 7,2 млрд руб., то есть была бы на 15% больше. Рентабельность OIBDA упала с 26% в 2010 году до 21,9% по итогам 2011 года, хотя снижение без корректировок могло бы быть не столь резким – до 25,1%. Давление на рентабельность в целом по прошлому году оказывала бизнес-единица «Развивающиеся активы» (РТИ, МТС Банк, Детский мир, Интурист, Медси и др.), компании которые фокусировались в основном на наращивании бизнеса, что вело к росту расходов, а также признание прибыли от переоценки «Белкамнефти» в результатах Башнефти в 2010 году.

Поскольку ключевыми дочерними компаниями АФК «Система» являются МТС и Башнефть, получившие в прошлом году выручку в размере 12,3 млрд долл. и 16,5 млрд долл., то динамика именно их показатели задавала основной «тон» консолидированной отчетности (см.наши комментарии от 12 и 13 марта [http://www.nomos.ru/upload/iblock/c98/NOMOS\\_daily\\_debt\\_markets\\_12\\_03\\_2012.pdf](http://www.nomos.ru/upload/iblock/c98/NOMOS_daily_debt_markets_12_03_2012.pdf) и [http://www.nomos.ru/upload/iblock/109/NOMOS\\_daily\\_debt\\_markets\\_13\\_03\\_2012.pdf](http://www.nomos.ru/upload/iblock/109/NOMOS_daily_debt_markets_13_03_2012.pdf)). В частности, сильные операционные результаты Башнефти на фоне благоприятной конъюнктуры рынков и высоких цен на нефть и рост бизнеса МТС способствовали увеличению выручки группы на 23% до 33 млрд долл. Тем не менее, в 4 квартале мы могли наблюдать не столь интенсивный рост («+15%» к 4 кварталу 2010 года), что было обусловлено сокращением продаж в сети МТС, а также колебанием валютных курсов и снижением цен на нефть. Кроме того, планы АФК «Системы» по продаже генерирующих активов «Башкирэнерго» привели к исключению из консолидации всех операций данного сегмента и отражению как прибыль от прекращенной деятельности. Рост маржинальности OIBDA в 4 квартале до корректировок обусловлен мероприятиями по оптимизации работы МТС.

Рост долга Группы на 7% до 16,4 млрд долл. вызван ростом долговой нагрузки в МТС и уже упомянутой SSTL, требующей денежных вливаний для активного развития. Увеличение доли краткосрочной задолженности до 27% стало следствием опять-таки отмены лицензий SSTL и переносе соответствующей задолженности в разряд краткосрочной (согласно требованиям US GAAP). Таким образом, сумма к погашению в текущем году составила 4,4 млрд долл.

В настоящее время на рынке обращается 4 выпуска АФК «Система» на общую сумму 64,5 млрд руб. На наш взгляд, все они смотрятся неинтересными, предоставляя доходность на уровне МТС.

## Финансовые показатели АФК «Система», US GAAP

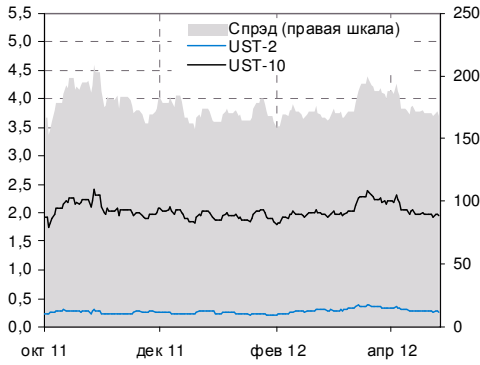
млн долл.	2010	2011	%	4кв2010	4кв2011	%
Выручка	26 811	32 981	23%	7 269	8 378	15%
OIBDA	7 165	7 223	1%	1 402	1 109	-21%
OIBDA без учета корректировок	7 126	8 280	16%	1 712	2 123	24%
Чистая прибыль	2 117	1 191	-44%	211	-530	-351%
Чистая прибыль без учета корректировок	n/a	n/a	-	91	261	188%
Денежные потоки от операционной деятельности	4 057	n/a	-	n/a	n/a	-
% расходы	1 597	1 743	9%	n/a	n/a	-
CAPEX	4 180	4 132	-1%	n/a	n/a	-
Активы	44 109	n/a	-	-	-	-
Денежные средства и их эквиваленты	2 265	n/a	-	-	-	-
Финансовый долг, в т.ч.	15 403	16 411	7%	-	-	-
краткосрочный	3 196	4 397	38%	-	-	-
долгосрочный	12 207	12 014	-2%	-	-	-
Чистый долг	13 137	n/a	-	-	-	-
млн долл.	2010	2011	изм-е	4кв2010	4кв2011	изм-е
Рентабельность OIBDA	26,0%	21,9%	-4,1%	19,3%	13,2%	-6,1%
Рентабельность OIBDA без учета корректировок	26,6%	25,1%	-1,5%	23,6%	25,3%	1,7%
Рентабельность по чистой прибыли	7,5%	3,6%	-3,9%	2,9%	отриц.	-
Финансовый долг / OIBDA	2,1	2,3	0,2	2,7	3,7	1,0
Чистый долг / OIBDA	1,8	n/a	-	n/a	n/a	-
OIBDA / % расходы	4,6	4,1	-0,4	n/a	n/a	-

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

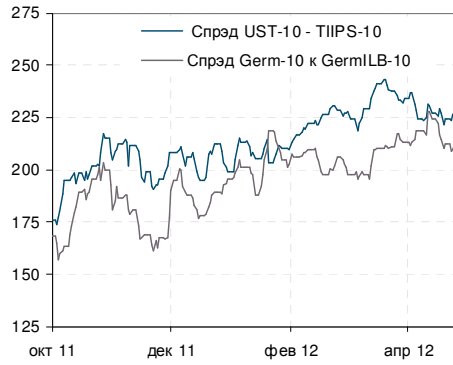
*Елена Федоткова*

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

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



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



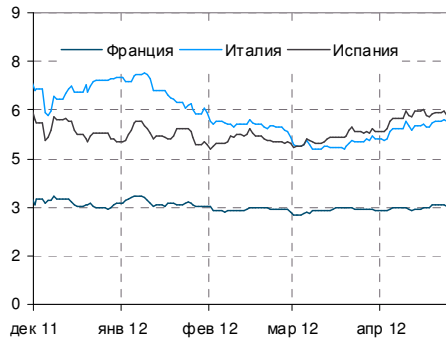
10-летние бумаги Германии и EFSF-10



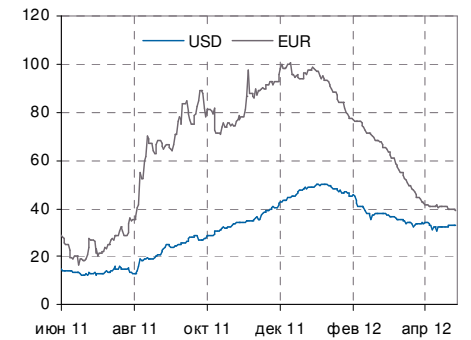
Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии



Доходности гособязательств ЕС

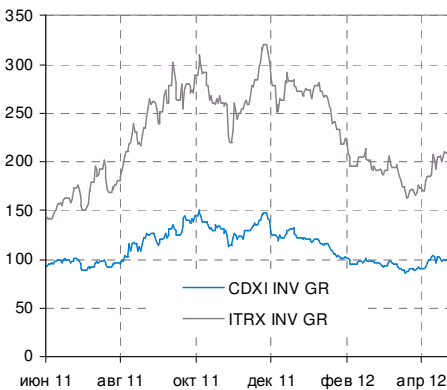


Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS

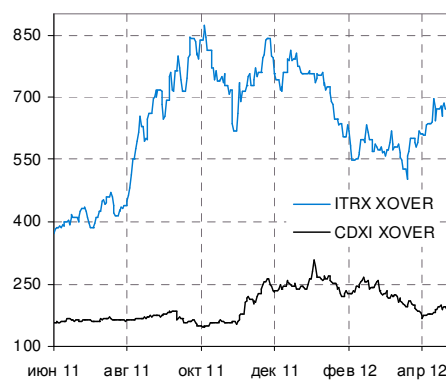


ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

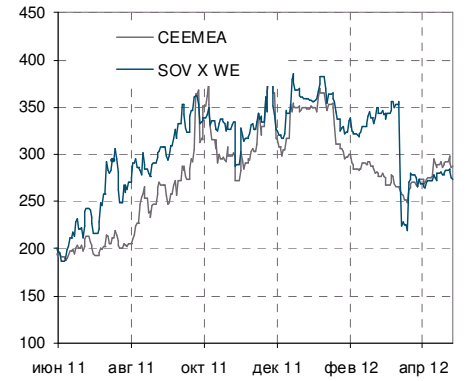
CDXI, ITRX / Inv Grade



CDXI, ITRX /Cross-Over

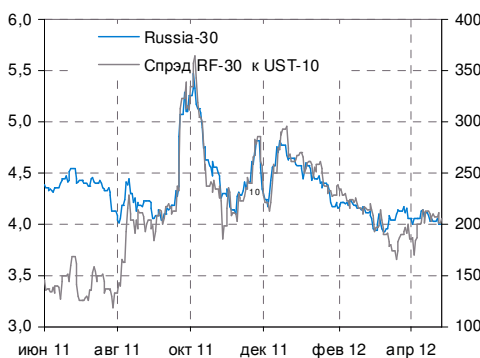


ITRX / Governments

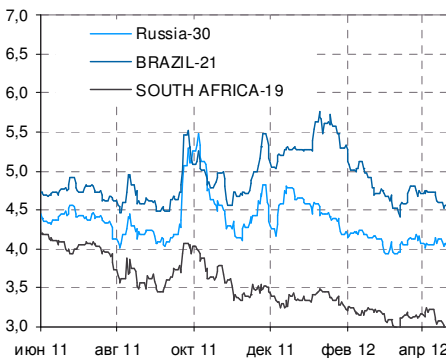


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

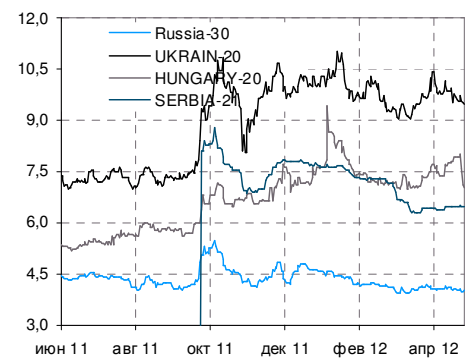
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

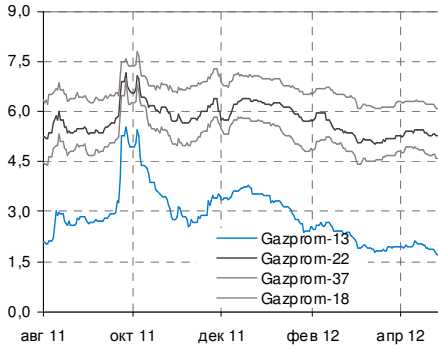


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

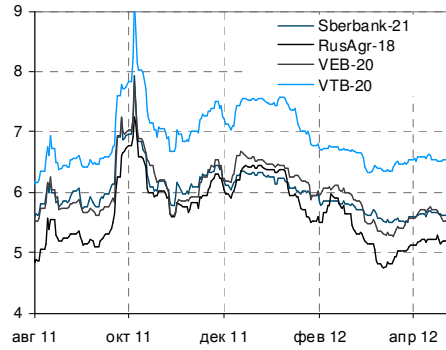


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

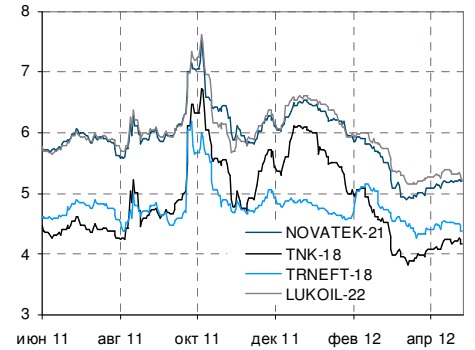
Еврооблигации Газпрома



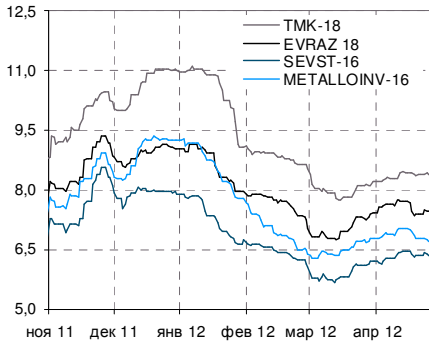
Евробонды госбанков



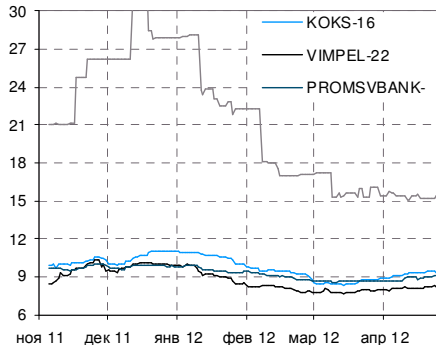
Еврооблигации нефтегазового сектора



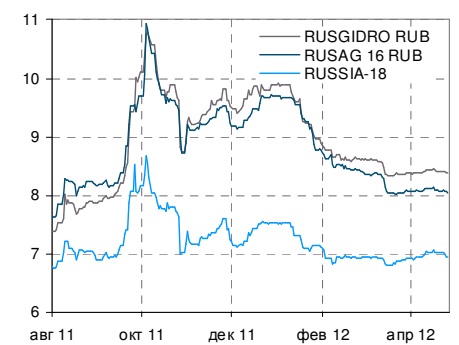
Еврооблигации металлургического сектора



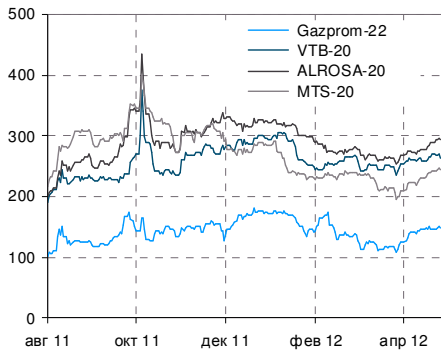
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



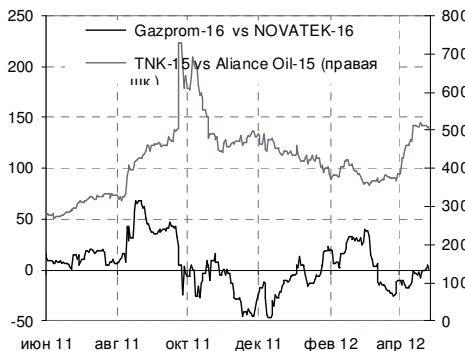
Еврооблигации, номинированные в рублях



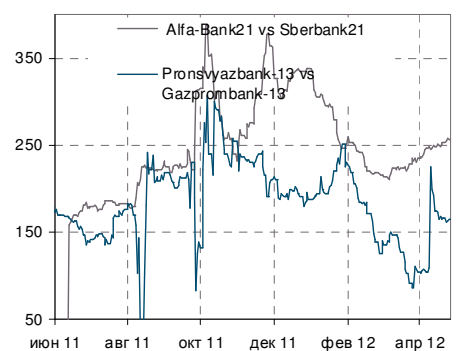
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

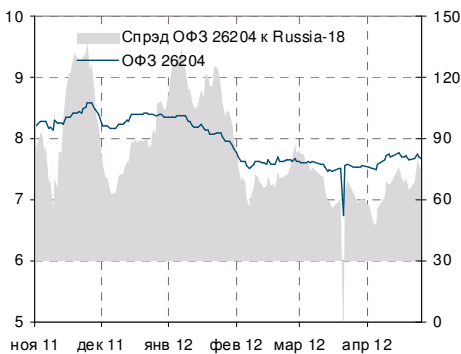


Спрэды в банковском секторе

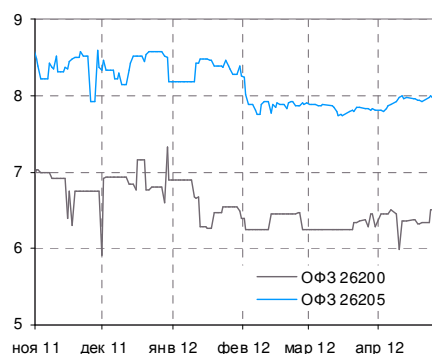


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

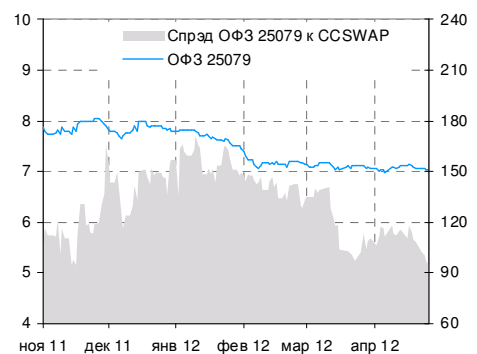
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

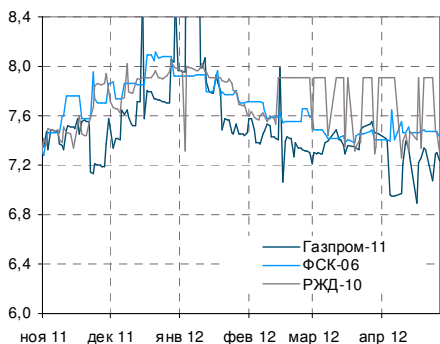


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

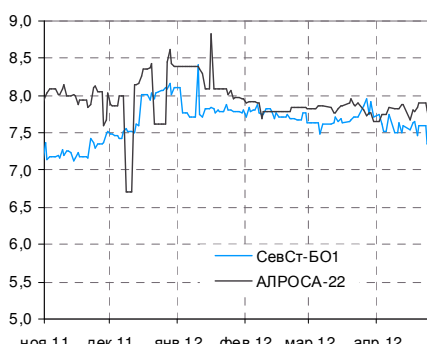


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

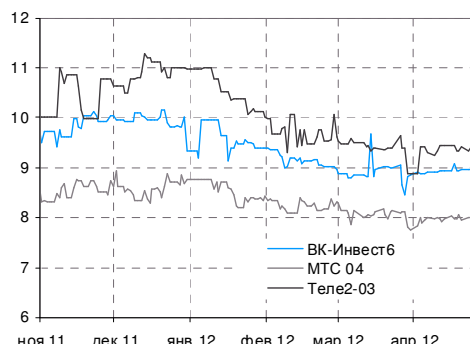
Доходности российских монополий



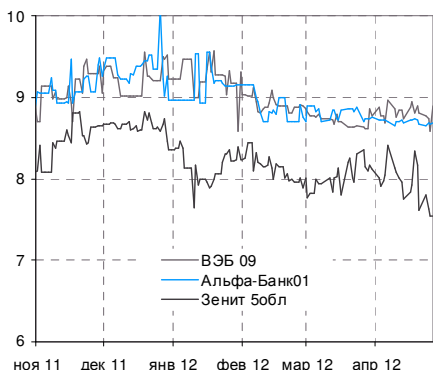
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



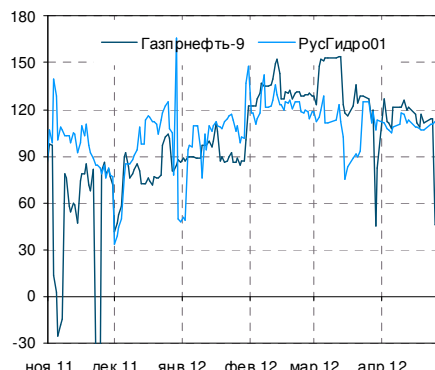
Доходности "Телекоммуникации"



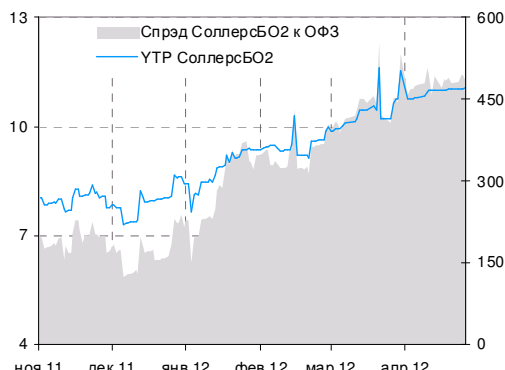
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

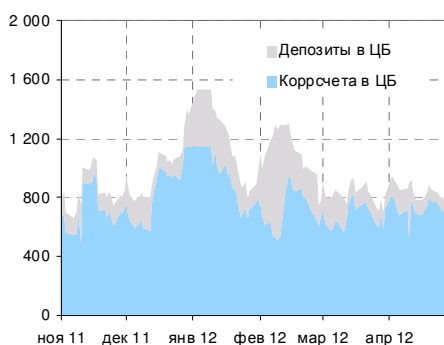


Облигации с текущей доходностью выше 10%

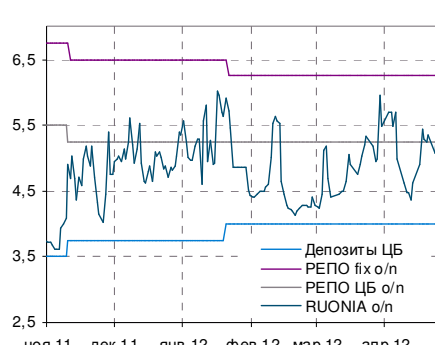


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Динамика депозитов и остатков на корсчетах



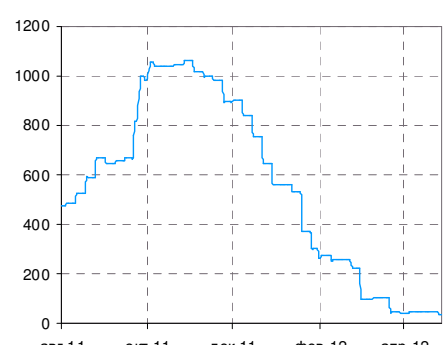
Динамика ставок денежного рынка



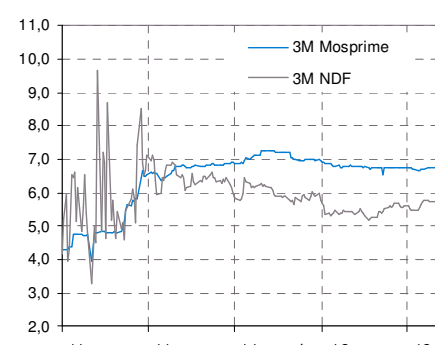
Задолженность кредитных организаций перед ЦБ



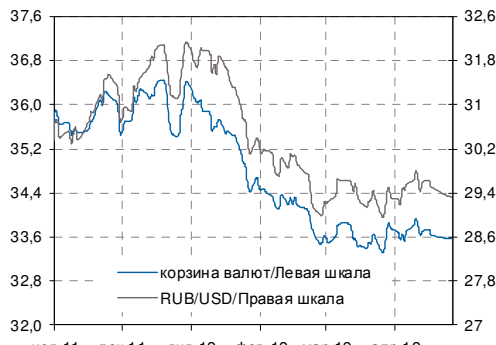
Динамика задолженности по депозитам Минфина



3M Mosprime и ставка NDF



Динамика валютного курса



**Аналитический департамент**

Тел. (495) 797-32-48

Факс. (495) 797-52-48

research@nomos.ru

**Директор департамента**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

**Нефть и газ**

Денис Борисов

Borisov\_DV@nomos.ru

**Металлургия**

Юрий 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 и Ханты-Мансийский банк рассматривают в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их 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 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.