

Внешние индикаторы

S&P500	Brent	EUR/USD	VIX
1.2%	0.4%	0.2%	0.59
▼	▲	▼	▼
1377.5	\$107.25	1.2737	18.49
UST 10	CDS Rus 5Y	Russia 30	Russia 42
3 бп	1 бп	22 бп	44 бп
▼	▼	▼	▼
1.61%	152	127.00	121.88

для российских еврооблигаций указано изменение цены

Локальные индикаторы

ММВБ	RUB bask	1M NDF	РЕПО о/п
1.1%	4 коп	2 бп	7 бп
▼	▲	▼	▼
1407.8	35.40	6.17%	6.13%
К/сч+деп	ОФЗ 2-4у	ОФЗ 5-7у	ОФЗ6-9.12
1 млрд	1 бп	1 бп	0.0%
▼	▲	▼	▲
869 млрд	6.83%	7.08%	10568

1. приведена ставка междилерского РЕПО (ОФЗ и 1 эшелон)

2. для ОФЗ указано изменение УТМ по корзине ликвидных выпусков

Индикатор дня

Динамика Spain 10Y



На фоне роста опасений относительно углубления рецессии в еврозоне и задержки выделения очередного транша финансовой помощи Греции доходности 10-летних испанских бумаг начали расти, прибавив только в ходе вчерашней торговой сессии 13 бп.

Уважаемые коллеги и клиенты!

Остается всего один день до окончания ежегодного голосования **Cbonds Awards-2012**. Вы еще можете поддержать наш fixed income research, выбрав БКС в номинациях:

- Лучшая аналитика по рынку облигаций
- Лучший аналитик по fixed income

Если за полгода нашей работы Вы уже смогли оценить качество и полезность долговой аналитики и удобство продукта **Bond Charts and Tables**, то Ваши голоса будут для нас лучшей обратной связью. Проголосовать можно здесь – <http://www.cbonds.info/ru/rus/vote/votes.php/params/id/119>.

Котировки, графики по бондам в **Bond Charts and Tables** Глобальные рынки и еврооблигации

Заседание ЕЦБ: М. Драги признал легитимность прогнозов Еврокомиссии по резкому замедлению экономики Европы в 2013 г.; без новых стимулирующих мер решение европейских проблем будет затягиваться

Выделение Греции очередного транша финансовой помощи, вероятно, откладывается до конца ноября; в PIMCO ждут роста волатильности на фондовых рынках до конца года; в российском сегменте рынка еврооблигаций вчера наблюдалась фиксация прибыли

Кредит Европа банк (Ва3/NR/BB-) успешно разместил субординированные еврооблигации с доходностью 8.5% при сроке обращения на 7 лет, т.е. по нижней границе ранее озвученных ориентиров

Ак Барс (В1/NR/BB-) размещает 3-летние евробонды с доходностью 9.0% ориентировочным объемом \$200 млн. Учитывая слабые финансовые показатели банка, предложению предпочитаем более доходные бонды ТКС Банка АКВНС 15 (УТМ 10.45%)

Внутренний рынок и рублевые облигации

За последние несколько дней ситуация на денежном рынке ожидаемо улучшилась; по итогам сегодняшнего заседания совета директоров ЦБ не ждем изменения ключевых ставок РЕПО

Спреды ОФЗ к соответствующим процентным рублевым свопам (IRS) значительно сузились за последние несколько недель; однако мы по-прежнему считаем сегмент российских суверенных облигаций переоцененным

В четверг спросом пользовался 15-летний выпуск ОФЗ 26207, показавший за день неплохой курсовой рост. В корпоративной секции отмечались некоторые продажи в отдельных новых бумагах

Кредитные комментарии

Газпром нефть (Ваа3/BBB-/NR) в отчетности по МСФО за 9М12 в очередной раз продемонстрировала хорошую динамику основных показателей; рублевые облигации и евробонды компании оценены справедливо

Мегафон (Ваа3/BBB-/BB+) опубликовал отчетность по US GAAP за 9М12: рентабельность по EBITDA вблизи рекордных уровней, долговая нагрузка комфортна; рублевые облигации по-прежнему привлекательны

Узбекский суд снял арест с активов МТС (Ва2/BB/BB+) в стране, но обязал компанию заплатить штрафы объемом \$600 млн; сумма наложенных штрафов достаточно высокая; на данном этапе нейтрально для евробондов МТС

ОГК-5 (Moody's: Ва3) раскрыла некоторые цифры отчетности по МСФО за 9М12: выручка и EBITDA выросли на 8% и 15% г-г соответственно, долговая нагрузка снизилась. Рублевые облигации компании малоинтересны из-за невысокой ликвидности и слабого потенциала курсового роста

Последние опубликованные обзоры

- 26 окт Российские операторы сотовой связи на рынке облигаций
- 22 окт Либерализация рынка ОФЗ не приведет к снижению доходностей
- 22 окт Субординированные евробонды: правила игры меняются
- 11 окт Роснефть присоединяется к элите рынка облигаций
- 5 окт Долгожданная развязка интриги – Evraz консолидирует 82% Распадской

Рыночные индикаторы

Денежный рынок	Знач.	1D	1W	1M	YTD
Libor o/n	0.15%	-0.2 ▼	0	0	0
Libor 3m	0.31%	0.0 -	0	-4	-27
Libor-OIS 3m	17	0.5 ▲	1	-4	-33
Eonia	0.09%	-0.3 ▼	1	0	-30
Euribor 3m	0.19%	-0.2 ▼	0	-2	-115
EUR basis swap 3m	-26	0 ▼	-1	-1	88
Mosprime on	6.06%	-17 ▼	-51	-2	43
Mosprime 3m	7.37%	0 -	-1	19	15
NDF 1m	6.17%	-2 ▼	-22	13	70
NDF 3m	6.20%	-8 ▼	-15	0	37
NDF 12m	6.13%	-7 ▼	-17	-23	22
РЕПО ЦБ о/н, %	5.55%	-2 ▼	-3	-6	28
РЕПО ЦБ о/н, RUB млрд	188	-29 ▼	-141	-12	157
К/счета+деп., RUB млрд	869	-1 ▼	83	24	-487

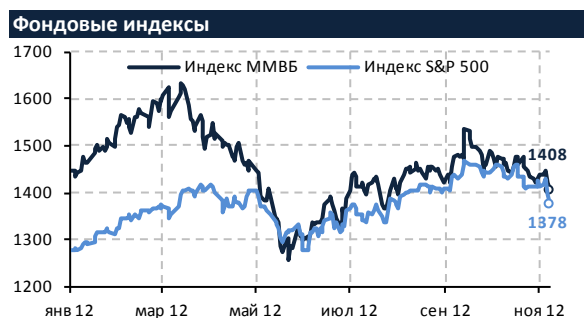
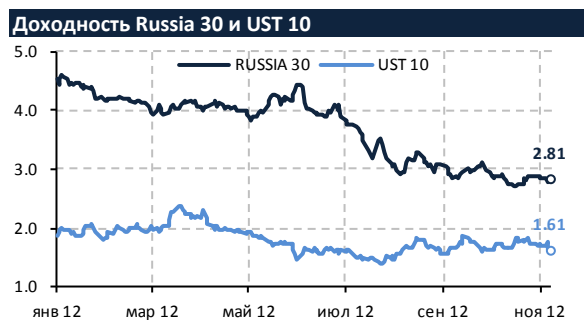
Долговой рынок	Знач.	1D	1W	1M	YTD
UST 10	1.61%	-3 ▼	-11	-10	-26
Bund 10	1.36%	-2 ▼	-9	-11	-54
EFSF 10	1.92%	0 ▼	-9	-29	-134
Italy 10	5.02%	11 ▲	9	-9	-190
Spain 10	5.85%	16 ▲	26	3	74
Italy 10-Bund 10 spread	366	13 ▲	18	2	-136
Spain 10-Bund 10 spread	449	17 ▲	35	14	129
EMBI+spread	276	2 ▲	2	5	-92
Russia 30-UST 10 spread	120	6 ▲	6	0	-146
Russia 5Y CDS	152	-1 ▼	0	6	-124
Russia 30	2.81%	3 ▲	-5	-9	-172
Russia 30 price	127.00	-22 ▼	25	32	1045
Russia 22	2.92%	0 ▼	-9	-7	-
Russia 22 price	112.91	-1 ▼	75	48	-
Russia 42	4.31%	2 ▲	-5	-6	-
Russia 42 price	121.88	-44 ▼	102	102	-
Russia 18R	6.23%	0 -	-2	-13	-127
ОФЗ 26204-Russia 18R spread	67	1 ▲	-1	-13	6
ОФЗ 25076 (2y)	6.64%	2 ▲	-2	6	-58
ОФЗ 25079 (3y)	6.89%	0 ▲	-1	-13	-92
ОФЗ 26206 (5y)	7.05%	-5 ▼	-4	-29	-123
ОФЗ 26204 (6y)	7.02%	1 ▲	-3	-26	-127
ОФЗ 26205 (9y)	7.36%	0 ▲	-4	-28	-113
ОФЗ 26207 (15y)	7.76%	0 ▲	-4	-40	-

Фондовый рынок	Знач.	1D	1W	1M	YTD
S&P 500	1 378	-1.2% ▼	-3.5%	-4.4%	7.9%
VIX	18.5	-0.6 ▼	1.8	1.1	0.8
MSCI World	1 277	-1.0% ▼	-2.8%	-2.8%	7.6%
STOXX Europe 600	271	-0.2% ▼	-1.1%	0.1%	9.5%
DAX	7 205	-0.4% ▼	-1.8%	-0.4%	18.6%
Nikkei 225	8 837	-1.5% ▼	-1.2%	0.8%	3.2%
Shanghai Composite	2 072	-1.6% ▼	-1.6%	-2.1%	-4.5%
Micex	1 408	-1.1% ▼	-1.6%	-4.4%	-2.6%
RTS	1 410	-1.2% ▼	-2.3%	-5.6%	2.2%

Товарный рынок	Знач.	1D	1W	1M	YTD
Brent	107.3	0.4% ▲	-0.9%	-6.3%	-4.4%
WTI Nymex	85.1	0.8% ▲	-2.3%	-7.9%	-17.4%
Urals	105.8	0.0% ▲	-2.2%	-5.8%	0.8%
CRB	292	0.1% ▲	-1.7%	-5.6%	-6.9%
Gold spot	1 731	0.8% ▲	1.0%	-1.9%	10.5%
Silver spot	32	1.6% ▲	0.2%	-4.7%	16.0%
Copper LME 3m	7 630	0.3% ▲	-2.5%	-6.3%	-2.1%
Nickel LME 3m	16 160	1.0% ▲	-0.9%	-9.9%	-14.5%

Валютный рынок	Знач.	1D	1W	1M	YTD
USD Index	80.79	0.0% ▲	0.9%	1.1%	0.6%
EUR/USD	1.27	-0.2% ▼	-1.5%	-1.1%	-1.5%
USD/JPY	79.66	-0.3% ▼	-0.6%	1.8%	3.5%
GPB/USD	1.60	0.0% ▼	-0.9%	-0.1%	3.0%
RUB basket	35.40	0.1% ▲	-0.1%	0.5%	-1.8%
USD/RUB	31.50	0.1% ▲	0.8%	1.1%	-0.7%
EUR/RUB	40.20	0.0% ▼	-1.0%	-0.1%	-3.2%

Источники: Bloomberg, ММББ, ЦБ РФ



Источники: Bloomberg, ММББ

Глобальные рынки и еврооблигации

Заседание ЕЦБ: М. Драги признал легитимность прогнозов Еврокомиссии по резкому замедлению экономики Европы в 2013 г.; без новых стимулирующих мер решение европейских проблем будет затягиваться

Вчерашнее заседание ЕЦБ интересовало инвесторов в основном только с точки зрения того, что скажет в поддержку рынков Марио Драги. В этот раз ободряющего было мало. Глава ЕЦБ подтвердил опасения по поводу резкого замедления экономики Европы в 2013 г., подкрепив легитимность оценок по ВВП на грани рецессии, опубликованных Еврокомиссией днем ранее. Одновременно, низкие инфляционные риски, по словам чиновника, открывают дорогу для стимулирующей политики. Мы считаем, что ранними словесными интервенциями по поводу поддержки Испании и прочих периферийных стран М. Драги сослужил рынкам плохую услугу в среднесрочной перспективе: доходности проблемных стран опустились настолько, что позволяют им рефинансировать свои долги на открытом рынке и, соответственно, не обращаться за официальной помощью ЕЦБ. Отсутствие официальных запросов за помощью не позволяет ЕЦБ запустить по сути единственный доступный механизм поддержки (ОМТ), являющийся частичным аналогом QE в США. Таким образом, в рамках своего мандата сейчас регулятор ограничен в полноценном стимулировании. Мы считаем, что для кардинального решения проблем в Европе региону не обойтись без новых мер и механизмов поддержки. Пока их нет, ситуация рискует оставаться в вялотекущем состоянии долгое время, что негативно для рынков на горизонте одного года. Кстати, вчера Испания разместила длинные еврооблигации на сумму порядка EUR 5 млрд по приемлемой для нее доходности ниже 5.80%, в очередной раз снизив вероятность обращения за помощью.

Леонид Игнатьев
lignatyev@msk.bcs.ru

Выделение Греции очередного транша финансовой помощи, вероятно, откладывается до конца ноября; в PIMCO ждут роста волатильности на фондовых рынках до конца года; в российском сегменте рынка еврооблигаций вчера наблюдалась фиксация прибыли

Вчера наши опасения, высказанные в «Навигаторе долгового рынка» от 7 ноября, о задержке предоставления Греции очередного транша финансовой помощи размером EUR 31.5 млрд, даже несмотря на одобрение мер бюджетной экономии парламентом Греции, возможно, нашли подтверждение. Так, вчера Bloomberg опубликовал статью, в которой, ссылаясь на анонимный источник, сообщил, что министры финансов стран еврозоны, вероятно, не примут решения по выделению транша финансовой помощи стране до конца ноября, пока не будет опубликован окончательный отчет инспекторов «тройки» кредиторов. Наиболее крупный платеж греков по долгам должен состояться 16 ноября, когда придется выплатить порядка EUR 4 млрд, однако нехватка денег у казначейства страны может породить новые слухи о возможном выходе страны из зоны евро, что в очередной раз может усилить продажи рискованных активов на глобальных рынках. Между тем мы ожидаем, что чиновники Евросоюза не станут бросать Грецию в подобной ситуации и предоставят ей временную помощь через ЕЦБ, который сможет выделить деньги под залог специально для этого выпущенных векселей. Однако данный метод оказания помощи вряд ли приведет к росту аппетита к риску у инвесторов, поскольку даст лишь немного больше времени для решения проблем.

На этом фоне инвесторы практически проигнорировали итоги заседания ЕЦБ, на котором ожидаемо не было принято никаких принципиально новых решений, а также позитивные данные с рынка труда в США. Кроме того, инвесторы продолжили высказывать свои опасения относительно возможного роста

волатильности на глобальных рынках до конца года из-за роста опасения реализации fiscal cliff, о чем вчера также заявил представитель PIMCO Н. Кашкари.

В российском сегменте рынка еврооблигаций вчера наблюдалась фиксация прибыли: котировки большинства бумаг снизились на 20-30 бп. Длинные суверенные евробонды потеряли в цене более 20 бп: **Russia 42** подешевел на 45 бп. Среди корпоративных бумаг первого эшелона наиболее глубокие продажи отмечались в выпусках ЛУКОЙЛа, котировки которых снизились в среднем более чем на 30 бп. Длинные евробонды Газпрома, ТНК-ВР и НОВАТЭКа потеряли в цене не более 10-15 бп. Во втором эшелоне около 40 бп потеряли выпуски **EVRAZ 18** и **VIP 21**.

Дмитрий Дорوفеев
ddorofeev@msk.bcs.ru

Дмитрий Турмышев
dturmyshev@msk.bcs.ru

Кредит Европа банк (Ba3/NR/BB-) успешно разместил субординированные еврооблигации с доходностью 8.5% при сроке обращения на 7 лет, т.е. по нижней границе ранее озвученных ориентиров

Кредит Европа банк провел успешное размещение субординированных еврооблигаций. По данным Bloomberg, доходность 7-летних бумаг установлена на уровне 8.5%, т.е. по нижней границе ранее озвученных ориентиров, а предварительный объем размещения составляет \$200 млн. Ожидается, что эмиссии будут присвоены рейтинги на уровне B1/NR/B+, т.е. на одну ступень ниже оценки старшего долга.

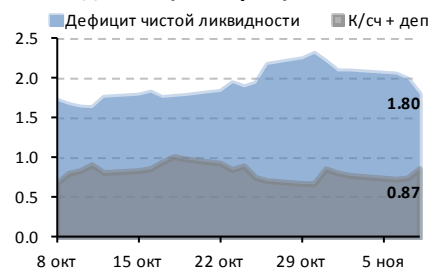
Привлечение субординированного долга предполагает укрепление капитальной позиции (H1 12.7% на 1 октября 2012, Tier 1 18.5% в 2011 г.), что является позитивным фактором в преддверии ужесточения требований ЦБ. Нам нравится кредитное качество Кредит Европа банка: банк демонстрирует хорошие для отрасли показатели рентабельности бизнеса (ROAE 16-18%) при ориентации на умеренный риск (стоимость риска 1.6-2.6% в 2011-1П12) и хорошем качестве кредитного портфеля (доля NPLs свыше 90 дней 3.0% в 2011). Высокий потенциал поддержки банка со стороны основных акционеров – турецкой FIBA Group – при диверсифицированной структуре группы, на наш взгляд, отчасти компенсирует сохранение заметной доли средств группы в обязательствах российского банка (22% в 2011 г.-1П12 против 30-40% в 2009-2010 гг.).

Вместе с тем установленные параметры нового выпуска, на наш взгляд, не предполагают потенциала для опережающего рынка роста котировок. Так, премия к кривой старших выпусков Альфа-Банка составляет порядка 260 бп, тогда как субординированный выпуск более крепкого по качеству ХКФ Банка, **HCFBRU 20** (YTC8.63% к колл-опциону через 5.5 лет), предлагает 300-310 бп к кривой Альфа-Банка, но включает надбавку за колл-опцион. В этой связи среди субординированных бондов розничных банков более интересно смотрится выпуск Банка «Русский Стандарт», **RUSB 18** (YTM 10.16%), который торгуется на 450-460 бп выше старших бумаг Альфа-Банка.

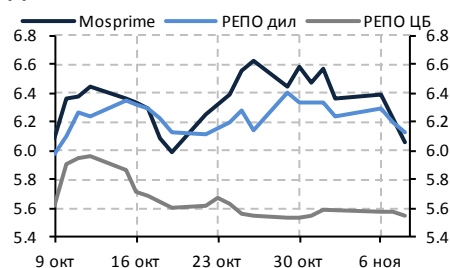
Юлия Сафарбакова
ysafarbakova@msk.bcs.ru

Денежный рынок

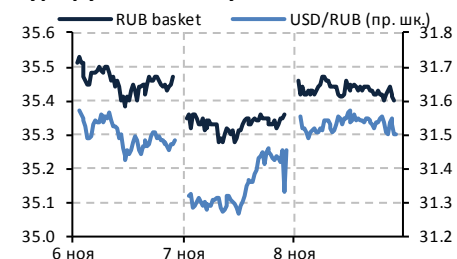
Ликвидность (RUB трлн)



Динамика о/п ставок



Курс рубля intraday



Источники: ММББ, Bloomberg

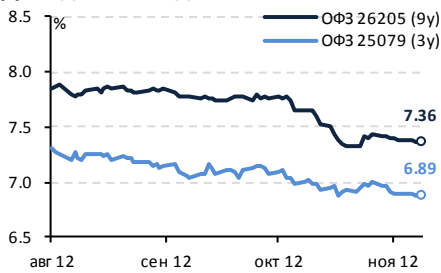
За последние несколько дней ситуация на денежном рынке ожидаемо улучшилась; по итогам сегодняшнего заседания совета директоров ЦБ не ждем изменения ключевых ставок РЕПО

За последние несколько дней ситуация на денежном рынке ожидаемо улучшилась: ставки междилерского РЕПО о/п снизились до 6.13%, а уровень дефицита чистой рублевой ликвидности банковского сектора сократился до RUB 1.88 трлн по сравнению с RUB 2.31 трлн в начале прошлой недели. В целом ситуация на рынке МБК может продолжить улучшаться в начале следующей недели, чему также может способствовать ожидаемое нами решение со стороны ЦБ оставить ставки РЕПО на том же уровне на сегодняшнем заседании совета директоров. Однако с началом налогового периода в середине следующей недели ситуация с ликвидностью вновь начнется ухудшаться, вследствие чего по итогам ноября дефицит рублевой ликвидности, скорее всего, снова превысит предыдущий максимум (RUB 2.31 трлн) и составит порядка RUB 2.4-2.5 трлн, что в конечном счете приведет к росту ставок МБК о/п вплоть до уровня 6.5%.

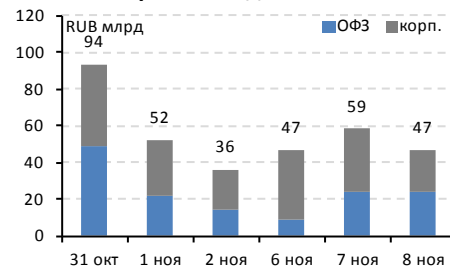
Дмитрий Дорофеев
ddorofeev@msk.bcs.ru

Внутренний рынок и рублевые облигации

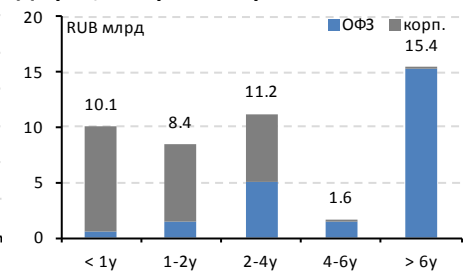
Доходность индикативных ОФЗ



Объемы торгов за 6 дней



Длительность торгов вчера



Источник: ММВБ

Спреды ОФЗ к соответствующим процентным рублевым свопам (IRS) значительно сузились за последние несколько недель; однако мы по-прежнему считаем сегмент российских суверенных облигаций переоцененным

С момента публикации нашего обзора «Либерализация рынка ОФЗ не приведет к снижению доходностей» от 22 октября, спреды ОФЗ к соответствующим процентным рублевым свопам (IRS) значительно сузились. Так, снижение по **ОФЗ 26206** и **ОФЗ 26205** к IRS составило порядка 50 бп – до 41 бп и 54 бп соответственно, отражая правильность выдвинутой нами гипотезы о переоцененности рынка ОФЗ относительно аналогичных ставок на денежном рынке. Мы по-прежнему считаем сегмент российских суверенных облигаций переоцененным и в ближайший месяц ожидаем небольшой коррекции в связи с ожидаемым нами ростом ставок на рынке МБК, а также из-за вероятного ухудшения ситуации на глобальных рынках на фоне роста волатильности на глобальных рынках ввиду возможной реализации fiscal cliff.

Динамика изменения спредов внутренних суверенных облигаций к процентным свопам (IRS)



Источники: Bloomberg, оценка БКС

Дмитрий Дорофеев
ddorofeev@msk.bcs.ru

В четверг спросом пользовался 15-летний выпуск ОФЗ 26207, показавший за день неплохой курсовой рост. В корпоративной секции отмечались некоторые продажи в отдельных новых бумагах

В четверг спросом со стороны участников локального рынка долга пользовались длинные ОФЗ, точнее 15-летний **ОФЗ 26207** – покупки в выпуске обусловили курсовой рост на 35 бп за день. В то же время торги в 9-10-летних **ОФЗ 26205** и **ОФЗ 26209** проходили практически на прежних ценовых уровнях, а котировки

среднесрочных бумаг даже показали некоторое снижение. В частности, **ОФЗ 26206** потерял 18 бп за день.

Среди корпоративных бумаг основные торговые обороты наблюдались в малоликвидных выпусках. Некоторые продажи отмечались в отдельных, недавно размещенных бумагах на горизонте три года, в частности негативную динамику котировок показали **Алроса БО-1** и **Алроса БО-2** (-10-11 бп), а также **ВЭБ-18** и **ВЭБ-19** (-10-19 бп). Вместе с тем чуть более длинный **ВЭБ-9** прибавил 15 бп за день, также на 14-22 бп выросли **Акрон БО-1** и **Промсвязьбанк-7**, а наиболее заметная положительная переоценка наблюдалась в **НК Альянс БО-1** (+1.2 пп).

Юлия Сафарбакова
ysafarbakova@msk.bcs.ru

Кредитные комментарии

Газпром нефть (Ваа3/BBB-/NR)

Газпром нефть (Ваа3/BBB-/NR) в отчетности по МСФО за 9М12 в очередной раз продемонстрировала хорошую динамику основных показателей; рублевые облигации и евробонды компании оценены справедливо

Газпром нефть опубликовала консолидированную отчетность по МСФО за 3К12, которую в целом можно охарактеризовать как сильную. Благодаря более глубокой интеграции в переработку, Газпром нефть во 2К12 не испытала резкого снижения основных операционных показателей, поэтому с учетом более высокой базы рост показателей в 3К12 был скромнее, чем у Роснефти и ТНК-ВР. Тем не менее выручка компании выросла на 5% к-к и достигла по итогам 9М12 RUB 1 124 млрд, благодаря росту добычи и переработки. Рентабельность по EBITDA с учетом доли в зависимых компаниях по итогам 3К12 составила 23%.

Газпром нефть продолжает генерировать денежный поток в объеме, достаточном для финансирования инвестиционной программы. В сентябре текущего года Газпром нефть разместила 10-летние еврооблигации объемом \$1.5 млрд, что привело к увеличению совокупного долга. Тем не менее это практически не сказалось на долговой нагрузке компании: показатель Чистый долг/EBITDA остался на уровне 0.5х, как и кварталом ранее. В целом кредитное качество Газпром нефти остается одним из лучших среди российских компаний нефтегазовой отрасли.

Рублевые облигации Газпром нефти торгуются приблизительно на одном уровне с бумагами других российских эмитентов первого эшелона, поэтому мы не ожидаем от них опережающей рынок динамики. Еврооблигации **SIBNEF 22** котируются с премией 15-20 бп к бумагам Газпрома сопоставимой дюрацией, что также выглядит справедливо с точки зрения разницы в рейтингах компаний.

Финансовые показатели Газпром нефти

МСФО, RUB млрд	9М11	2011	9М12	Изм., % г-г	Изм., % к-к
Выручка	944	1 298	1 124	19%	5%
Сырая нефть	240	345	282	17%	0%
Нефтепродукты	671	907	804	20%	8%
EBITDA	225	299	244	9%	31%
Чистая прибыль	118	164	139	18%	74%
Чистый операц. денежный поток	155	176	166	7%	-6%
Капвложения и M&A	118	161	107	-9%	35%
Свободный денежный поток	67	58	60	-11%	-71%
Совокупный долг, в т.ч.	211	216	240	14%	10%
Краткосрочный долг	42	41	75	76%	-3%
Денежные средства и эквиваленты	47	29	73	58%	6%
Активы	1 107	1 181	1 252	13%	4%
Показатели					
EBITDA margin	24%	23%	22%		
EBITDA/проценты	26.3	30.9	31.1		
Долг/EBITDA*	0.5	0.7	0.8		
Чистый долг/EBITDA*	0.4	0.6	0.5		
Долг/Собственный капитал	0.3	0.3	0.3		

* значение EBITDA за последние 12 месяцев
Источники: данные компании, оценка БКС

Дмитрий Турмышев
dturmyshev@msk.bcs.ru

Мегафон (Ваа3/BBB-/BB+)

Мегафон (Ваа3/BBB-/BB+) опубликовал отчетность по US GAAP за 9М12: рентабельность по EBITDA вблизи рекордных уровней, долговая нагрузка комфортна; рублевые облигации по-прежнему привлекательны

Вчера Мегафон первым из российских операторов «большой тройки» опубликовал пресс-релиз, в котором раскрыл основные цифры консолидированной отчетности по US GAAP за 3К12 и 9М12. Компания продемонстрировала отличную динамику

основных операционных показателей как в годовом, так и в квартальном выражениях. Выручка Мегафона по итогам 9М12 составила RUB 201 млрд, что на 14% больше, чем годом ранее. В 3К12 компания продемонстрировала рентабельность по EBITDA на уровне 45.1% – самое высокое значение с 2010 г.

Динамика денежных потоков Мегафона в 3К12 также оказалась позитивной: при росте операционного денежного потока на 7% до RUB 31 млрд размер капитальных затрат без учета M&A сделок снизился на 25%, что позволило Мегафону сгенерировать положительный свободный денежный поток в размере RUB 22 млрд, большая часть из которого была направлена на снижение долговой нагрузки. В результате долговая нагрузка компании в терминах Чистый долг/EBITDA снизилась до отметки 1.3x (1.5x в конце 1П12), что можно считать приемлемым уровнем для компании с рейтингами инвестиционной категории.

На данный момент ключевыми событиями для Мегафона должны стать две крупные сделки, которые могут оказать непосредственное влияние на кредитное качество компании – IPO и покупка 50% в розничной сети «Евросеть». На наш взгляд, в результате обеих сделок, если они все же состоятся, долговая нагрузка Мегафона либо не изменится, либо несколько снизится, что дает основания ожидать сохранения компанией рейтингов инвестиционной категории.

Рублевые облигации Мегафона, размещенные в середине октября, на данный момент торгуются на одном уровне с долговыми инструментами МТС, что с точки зрения рейтингов выглядит не совсем оправданно. На наш взгляд, после успешного проведения IPO и следующего за ним снижения долговой нагрузки должна последовать переоценка рисков Мегафона и снижение доходности его бондов относительно кривой МТС на 15-20 бп.

Финансовые показатели Мегафона

US GAAP, RUB млрд	9М11	2011	9М12	Изм., % г-г	Изм., % к-к
Выручка	177	243	201	14%	7%
EBITDA	76	101	86	14%	14%
Чистая прибыль	34	44	26	-23%	>500%
Чистый операц. денежный поток	74	97	82	11%	7%
Капвложения и M&A	58	84	42	-27%	48%
Свободный денежный поток	24	24	49	104%	28%
Совокупный долг, в т.ч.	44	44	159	259%	-8%
Краткосрочный долг	9.1	7.4	28	215%	-46%
Денежные средства и эквиваленты	6.2	2.9	17	173%	10%
Активы	367	383	309	-16%	2%
Показатели					
EBITDA margin	43%	42%	43%		
EBITDA/проценты	104	143	19		
Долг/EBITDA*	0.4	0.4	1.4		
Чистый долг/EBITDA*	0.4	0.4	1.3		
Долг/Собственный капитал	0.2	0.2	1.8		

* значение EBITDA за последние 12 месяцев
Источники: данные компании, оценка БКС

Дмитрий Турмышев
dturmyshev@msk.bcs.ru

МТС (Ba2/BV/BV+)

Узбекский суд снял арест с активов МТС (Ba2/BV/BV+) в стране, но обязал компанию заплатить штрафы объемом \$600 млн; сумма наложенных штрафов достаточно высокая; на данном этапе нейтрально для евробондов МТС

Вчера МТС опубликовала пресс-релиз, в котором сообщила, что апелляционная коллегия суда Ташкента удовлетворила иск узбекской дочерней компании МТС и сняла арест с ее активов в стране. Тем не менее МТС, чтобы возобновить в стране операционную деятельность, должна будет выплатить в виде различных штрафов порядка \$600 млн.

Решение суда в пользу МТС можно считать лишь первым шагом компании на пути возвращения активов в Узбекистане: судебное преследование сотрудников узбекской дочерней компании пока остается в силе. Кроме того, объем

наложенных штрафов выглядит слишком высоким для узбекской «дочки» МТС: выручка компании по итогам 1П12 составила всего \$248 млн при рентабельности по EBITDA около 50%. По словам менеджмента, МТС продолжит диалог с узбекскими регуляторами для разрешения ситуации и снижения объема налоговых претензий. Отметим, что МТС по итогам 1П12 уже заложила резерв в сумме \$500 млн на возможные налоговые претензии в Узбекистане, поэтому в случае решения компании вернуться в страну, заплатив штраф, кредитное качество МТС не должно существенно пострадать.

На данный момент новость скорее нейтральна для котировок еврооблигаций МТС, вместе с тем мы обращаем внимание на слишком широкий спред между выпусками **AFKSRU 19** и **MOBTEL 20**, который по итогам вчерашней торговой сессии составил около 130 бп, тогда как более справедливым выглядит уровень не более 80 бп.

Дмитрий Турмышев
dturmyshev@msk.bcs.ru

РЖД (Ваа1/ВВВ/ВВВ)

РЖД (Ваа1/ВВВ/ВВВ) будет финансировать инвестиции за счет кредитных средств. Мы ожидаем, что компания будет активным заемщиком на облигационном рынке в будущем году, однако, скорее всего, приоритет будет отдан «инфраструктурным» облигациям

Комментируя заявления главы РЖД В. Якунина об исчерпании кредитного ресурса для финансирования инвестпрограммы, глава Минэкономразвития А. Белоусов заявил, что с учетом уровня долговой нагрузки РЖД (коэффициент Долг/EBITDA составляет около 2х), у компании все еще сохраняется возможность привлекать кредитные средства для финансирования. Глава Минэкономразвития оценил предельный уровень долговой нагрузки на уровне 3х и отметил, что на горизонте планирования до 2015 г. РЖД не достигнет этого предела.

Также вчера министр транспорта РФ М. Соколов на заседании правительства сообщил, что в 2013 г. РЖД планируют увеличить финансовый долг на RUB 176 млн до RUB 580 млн, а к концу 2015 г. ожидается рост долга до RUB 820 млн. По его словам, отношение Долг/EBITDA у РЖД в 2013 г. составит 2.2х, в 2014 г. – 2.4х, в 2015 г. – 2.5х.

Учитывая вышесказанное, можно ожидать, что компания будет активным заемщиком на облигационном рынке в будущем году. В настоящее время у компании зарегистрировано 12 выпусков облигаций общим объемом RUB 165 млрд. Вместе с тем мы полагаем, что государство, хотя и стимулирует РЖД привлекать средства на долговом рынке, однако все же не оставит монополию без поддержки. Одним из вариантов этой поддержки мы считаем возможность размещения инфраструктурных облигаций с купоном, привязанным к инфляции, на срок порядка 10 лет. В этом году РЖД уже размещали такие бумаги, и мы ожидаем, что объем предложения инфраструктурных облигаций от РЖД будет возрастать. Традиционно инвесторами в такие выпуски являются компании, управляющие пенсионными средствами.

Мария Радченко
mgradchenko@msk.bcs.ru

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения

Дата	Выпуск	RUB млрд	Купон	Срок	УТW
8 ноя	Ростелеком-17	10	8.55%	3*	8.73%
6 ноя	Европлан-3	3.5	11.25%	2*	11.57%
2 ноя	АЛРОСА-26о	5	8.85%	3	9.15%
2 ноя	АЛРОСА-16о	5	8.85%	3	9.15%
2 ноя	Русфинанс Банк-36о	4	10.00%	2*	10.25%
1 ноя	Связь-Банк-16о	5	9.00%	1*	9.20%
30 окт	ЯТЭК-1	0.4	12.00%	0.25*	12.00%
30 окт	Юникредит-56о	5	9.10%	2*	9.31%
30 окт	Волга-Спорт-2	1.9	11.00%	12	н.д.
29 окт	ТрансФин-М-116о	2	10.50%	3	10.78%
29 окт	Роснефть-5	10	8.60%	5*	8.79%
29 окт	Роснефть-4	10	8.60%	5*	8.79%
29 окт	МОЭСК-26о	5	8.80%	3	8.99%
26 окт	Внешпромбанк-26о	3	12.00%	1*	12.35%
26 окт	Группа ЛСР-4	2.8	11.25%	2*	11.57%
26 окт	Юникредит-46о	5	9.10%	2*	9.31%
26 окт	Почта России-4	3	8.70%	3*	8.89%
26 окт	Почта России-3	3	8.70%	3*	8.89%

Ближайшие выпуски

Дата	Выпуск	RUB млрд	Купон	Срок	УТW
12 ноя	Нижне-Ленское-4	1.2	н.д.	1.5*	н.д.
15 ноя	Краснодар. край-4	12	8.65-8.95%	5	8.93-9.25%
16 ноя	ЮТЭйр-96о	3	11.25-11.75%	1*	11.74-12.28%
16 ноя	ЮТЭйр-106о	3	11.25-11.75%	1*	11.74-12.28%
16 ноя	О'Кей-1	2	10.00-10.35%	3*	10.25-10.62%
16 ноя	О'Кей-2	3	10.00-10.35%	3*	10.25-10.62%
20 ноя	Альфа Укрфинанс	3	н.д.	1*	н.д.
27 ноя	ФК Меркурий-1	0.38	н.д.	7	н.д.
ноя	МРСК Ц. и Пр.-16о	4	9.2-9.7%	3	9.41-9.94%
	Главная дорога-6	8.2	9-10%	16	н.д.

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	RUB млрд	Купон	Срок	Новый купон
9 ноя	Русский Стандарт-16о	5.0	11.00%	1*	9.40%
13 ноя	ЮниКредит-4	10.0	7.00%	1.5*	8.75%
15 ноя	Зенит Банк-36о	3.0	8.75%	1*	9.10%
21 ноя	ПеноПлэкс-2	2.5	14.00%	2	16.00%
22 ноя	Зенит Банк-66о	5.0	7.25%	2	7.25%
22 ноя	РЖД-12	15.0	0.10%	4*	8.45%
23 ноя	РК Казначей	3.0	10.50%	3	н.д.
26 ноя	РСХБ-08	5.0	10.10%	7	н.д.
26 ноя	РСХБ-09	5.0	10.10%	7	н.д.
26 ноя	СУ-155-4	1.0	12.75%	3	н.д.
27 ноя	СМП Банк	3.0	10.25%	5	н.д.
29 ноя	ТатФондБанк-36о	2.0	12.25%	2	н.д.
29 ноя	ТрансГазСервис	3.0	8.25%	1*	8.25%
30 ноя	ВнешПромБанк-16о	3.0	11.75%	1	н.д.
30 ноя	Трудовое	0.0	6.50%	7	н.д.
4 дек	АФК Система-3	19.0	12.50%	4	н.д.
5 дек	СатурнНПО-3	3.5	8.00%	2	н.д.
5 дек	СКБ-Банк-46о	2.0	10.75%	1	н.д.

Ближайшие погашения

Дата	Выпуск	RUB млрд	Купон
9 ноя	Мечел-016о	5.0	8.10%
14 ноя	ВнешПромБанк-1	1.5	10.50%
15 ноя	Газпромбанк-04	20.0	6.85%
15 ноя	ММК-16о	5.0	6.90%
17 ноя	Волгоград-04	0.7	17.50%
17 ноя	Нижегородская Обл-4	0.8	7.75%
20 ноя	ИТЕРА	5.0	8.50%
22 ноя	Газпромбанк-05	20.0	6.85%
22 ноя	Иркутская Обл-316	0.3	9.15%
22 ноя	Матрица-3	0.5	0.00%
29 ноя	Калужская Обл-3	0.7	8.85%
29 ноя	МДМ Банк-016о	5.0	12.75%
2 дек	Нижегородская Обл-5	1.2	12.75%
4 дек	НЛМК-16о	5.0	9.75%
4 дек	ЧТПЗ-16о	5.0	12.50%
5 дек	РЖД-016о	15.0	9.40%
6 дек	Формат	1.0	17.00%
7 дек	ЛенСпецСМУ-1	0.4	16.00%

* срок до ближайшей оферты, лет

Руководитель департамента

Андрей Подобед
apodobed@msk.bcs.ru

Управление торговых операций

Дмитрий Игумнов
digumnov@msk.bcs.ru

Роман Бернацкий
rbernatskiy@msk.bcs.ru

Иван Захаров
izakharov@msk.bcs.ru

Марат Сорокин
msorokin@msk.bcs.ru

Управление продаж

Сергей Харлампович
skharlampovich@msk.bcs.ru

Кирилл Тучин
ktuchin@msk.bcs.ru

Александр Сынгаевский
asyngaevskiy@msk.bcs.ru

Иван Румянцев
irumyantsev@msk.bcs.ru

Кирилл Имшенник
kimshennik@msk.bcs.ru

Юлия Обухова
jobukhova@msk.bcs.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Владислав Метнёв
vmetnev@msk.bcs.ru

Соруководитель отдела анализа рынка акций

Кирилл Чуйко
kchuyko@msk.bcs.ru

Руководитель отдела анализа долговых рынков

Леонид Игнатьев
lignatyev@msk.bcs.ru

Руководитель группы выпуска

Марк Брэдфорд
mbradford@msk.bcs.ru

Руководитель выпуска русскоязычного продукта

Ольга Сибиричева
osibiricheva@msk.bcs.ru

Анализ рынка акций

Стратегия

Кирилл Чуйко
kchuyko@msk.bcs.ru

Нефть и газ

Владислав Метнёв
vmetnev@msk.bcs.ru

TMT

Анна Курбатова
akurbatova@msk.bcs.ru

Потребительский сектор

Владимир Кузнецов
vkuznetsov@msk.bcs.ru

Финансовый сектор

Ольга Найденова
onaydenova@msk.bcs.ru

Металлургия

Кирилл Чуйко
kchuyko@msk.bcs.ru

Олег Петропавловский
opetropavlovskiy@msk.bcs.ru

Машиностроение/Транспорт

Игорь Краевский
ikraevskiy@msk.bcs.ru

Анализ долговых рынков

Леонид Игнатьев
lignatyev@msk.bcs.ru

Дмитрий Дорофеев
ddorofeev@msk.bcs.ru

Мария Радченко
mgradchenko@msk.bcs.ru

Дмитрий Турмышев
dturmyshev@msk.bcs.ru

Юлия Сафарбакова
ysafarbakova@msk.bcs.ru

Переводчик/Редактор

Николай Порохов
nporokhov@msk.bcs.ru

Елена Косовская
ekosovskaya@msk.bcs.ru

Технический специалист

Эдуард Бадаев
badaevee@msk.bcs.ru

Светлана Фёдоровых
sfedorovykh@msk.bcs.ru

Настоящий материал был подготовлен аналитическим отделом ООО «Компания БКС» (далее – Компания).

Представленные в документе мнения выражены с учетом ситуации на дату выхода материала. Компания оставляет за собой право вносить или не вносить в данный материал изменения без предварительного уведомления. Документ носит исключительно ознакомительный характер; он не является предложением или советом по покупке либо продаже ценных бумаг и не должен рассматриваться как рекомендация подобного рода действий. Приведенная информация и мнения составлены на основе публичных источников, которые признаны надежными, однако за достоверность предоставленной информации ООО «Компания БКС» ответственности не несет. Принимая во внимание вышесказанное, не следует полагаться исключительно на содержание данного документа в ущерб проведению независимого анализа. Компания, ее аффилированные лица и ее сотрудники не несут ответственности за использование данной информации, за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной информации, а также за ее достоверность. Компания осуществляет свою деятельность в Российской Федерации. Данный материал может использоваться инвесторами на территории РФ при условии соблюдения российского законодательства. Использование публикации за пределами Российской Федерации должно подчиняться законодательству той страны, в которой оно осуществляется. Компания обращает внимание на то, что инвестиции в российскую экономику и операции с ценными бумагами связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.

Распространение, копирование и изменение материалов Компании не допускается без получения предварительного письменного согласия Компании. Дополнительная информация предоставляется на основании запроса.