РОСБАНК
SOCIETE GENERALE GROUP

Россия

Ежедневный комментарий

www.rosbank.ru

Брифинг долговых рынков

Приложение доступно по ссылке

Ревью предыдущего дня

- **Дадли слегка охладил оптимизм.** Не принимая во внимание вчерашний скудный экономический календарь, рынки сосредоточились на выступлении главы ФРБ Нью-Йорка. Настораживающий тон его выступления охладил оптимизм биржевых индексов в США и Европе (S&P 500 +0.40%, CAC 40 -0.47%, DAX -0.05%), однако не остановил продажи защитных инструментов (доходность UST'10 +8 бп, 2.38%).

- **Евробонды отыгрывают коррекцию американских «безрисковых» бумаг.** Несмотря на удовлетворительные итоги аукциона по установлению нормы выплат по греческим CDS и продолжившееся сужение на этом фоне ключевых кредитных премий в Европе, российские евробонды предпочли последовать за американскими UST. Суверенные доходности слегка прибавили на длинных дюрациях (+2 бп), а корпоративные устремились на 3-9 бп вверх после непродолжительной стабилизации в пятницу.

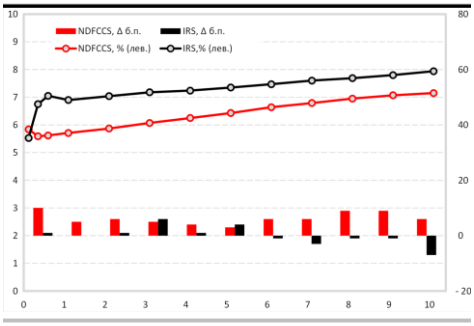
- **Рубль колеблется вблизи уровня поддержки.** Торгуясь в течение понедельника в узком диапазоне, бивалютная корзина остановилась на отметке 33.41 (-5 коп.). Значительное предложение валюты со стороны экспортеров на текущей неделе, скорее всего, позволит рублю пробить технически важный уровень 33.40.

- **Рублевые облигации «задумались» о коррекции.** Тема ужесточения ликвидности становится все более актуальной по мере приближения налоговых выплат и погашений инструментов рефинансирования. Вторичный рынок облигаций на этом фоне, вопреки сохраняющемуся на внешних рынках аппетиту к риску, не демонстрирует оптимизма.

Корпоративные новости

- **Русал.** Результаты по МСФО за 4к11 и 2011 г. Потенциал снижения долговой нагрузки сдерживается ухудшением рыночной конъюнктуры.

Индикативные кривые доходностей



Источник: Bloomberg, ММВБ, Росбанк

Ключевые индикаторы рынка

		Посл. знач	Δ день	Δ нед.
UST'10Y, %	●	2.38	+8.32	+34.41
BUND'10Y, %	●	2.06	+0.60	+29.90
LIBOR'3M, %	●	0.47	+0.00	+0.01
Россия'30Y, %	●	4.04	-0.10	+9.00
MosPrime'ON, %	●	5.51	+20.00	+11.00
iTraxx Xover, б.п.	●	503.82	-24.52	-81.79
EMBI+Sov, б.п.	●	295.70	-5.28	-21.50
Россия'5Y CDS, б.п.	●	159.89	-5.78	-17.44
Коррсчета, млрд. руб.	●	768.60	+9.10	+24.40
Депозиты, млрд. руб.	●	124.40	+14.80	+28.90
Операции с ЦБ, млрд. руб.	●	3.30	+5.90	+26.50
Dow Jones	●	13 239.13	+0.05	+2.11
S&P500	●	1 409.75	+0.40	+2.74
РТС	●	1 722.50	-1.50	+0.49
ММВБ	●	1 586.41	-2.05	-1.13
Золото, $/тр. унц.	●	1 665.02	+0.54	-2.15
Нефть Urals, $/барр.	●	122.68	-0.33	-0.77
Руб./$	●	29.15	-0.22	-1.64
Руб./Корзина	●	33.41	+0.07	-1.21

Источник: Bloomberg, Банк России, Росбанк

Основные события дня

Показатель	Страна	Период
Продажи на первичном рынке недвижимости	США	Февраль
Разрешения на строительство	США	Февраль
Розничная торговля	Россия	Февраль

Ревью предыдущего дня

- **Дадли слегка охладил оптимизм**

Внимание рынков в ходе вчерашней американской сессии было обращено на выступление главы ФРБ Нью-Йорка Вильяма Дадли. Будучи одним из наиболее влиятельных и ярых сторонников мягкой монетарной политики в совете FOMC, он ничего не сообщил о своей позиции по поводу количественного смягчения в связи с «зелеными ростками» в экономических данных. Тем не менее, он выразил определенные сомнения относительно устойчивости восстановительного тренда в производственных показателях 1 квартала. В итоге, выступление остудило рисковые аппетиты, однако в отличие от закрывшихся в красной зоне европейских индикаторов (CAC 40 -0.47%, DAX -0.05%), американские площадки (S&P 500 +0.40%) выросли на новостях о планах Apple по выплате дивидендов. Сырьевые индикаторы (CRB) прибавили в весе 0.46%, а баррель Brent откатился к $125 (-0.50%). Защитные инструменты, напротив, вернулись к коррекционному движению после пятничной паузы: доходность «безрисковых» UST'10 устремилась к 2.38% (+8 бп), а доллар США потерял против евро 0.51%.

Статистический календарь на текущей неделе имеет повышенную концентрацию индикаторов рынка недвижимости США. Вчерашний индекс цен от Национальной Ассоциации Строителей не оказал значимого влияния на рынки из-за нейтрального характера изменения в марте. Тем не менее, сегодняшние значения – объем продаж на первичном рынке недвижимости и количество разрешений на строительство – обещают поддержать рисковые настроения.

- **Евробонды отыгрывают коррекцию американских «безрисковых» бумаг**

Аукцион по установлению процента выплат по греческим CDS (78.5%) не принес неприятных сюрпризов, что способствовало поддержанию рисковых аппетитов в сегментах корпоративного (iTraxx Xover -24 бп, 504 бп) и суверенного (CDS периферийных и стержневых стран Еврозоны потеряли от 2.0% до 6.0%) долга. В том числе, премия CDS России упала на 6 бп до 159 бп. Тем не менее, российский рынок еврооблигаций сосредоточился на очередном ускорении продаж в сегменте американских «безрисковых» бумаг и, сохраняя минимальные с июля 2011 года спреды к UST, начал неделю с ценовой коррекции по широкому спектру корпоративных инструментов: Кривая государственных еврооблигаций прибавила до 2 бп на дальнем участке: RUSSIA 03/30 (4.04% 0 бп), RUSSIA 06/28 (5.30% +2 бп). В корпоративных бумагах список аутсайдеров возглавили бумаги ВТБ (+5-7 бп по доходности на длинных дюрациях), Газпрома (+5-9 бп) и Вымпелкома (+6-7 бп). В банковском сегменте за евробондами ВТБ (+3-5 бп) последовали выпуски Сбербанка, ВЭБа и Россельхозбанка. В нефтегазовом секторе помимо Газпрома коррекция затронула бенчмарки Лукойла (+3-4 бп по доходности). Евробонд МТС синхронно (+4 бп по доходности) последовал за длинными выпусками Вымпелкома. Помимо телекомов в группе спекулятивных бумаг умеренная активность продавцов была отмечена в евробондах Евраза (+3 бп).

- **Рубль колеблется вблизи уровня поддержки**

Последние несколько дней на рублевом валютном рынке наблюдается боковое движение котировок. В отсутствие актуальных новостей и при незначительном движении нефтяных котировок бивалютная корзина завершила понедельник на отметке 33.41 (-5 коп.). На сегодняшнем открытии рубль продолжил движение вблизи технически важного уровня 33.40. В то же время, с большой долей вероятности указанный уровень может быть пройден в течение этой недели и

начале следующей на фоне ускорения продаж валюты экспортерами в преддверии уплаты налога на прибыль и НДПИ.

- **Рублевые облигации «задумались» о коррекции**

Роль ключевого драйвера рынка рублевых бондов, при сохранении нейтрально-позитивного внешнего фона, переходит к рынку ликвидности. Остатки свободных денежных средств (без учета однодневного РЕПО) сохраняются на умеренно низком уровне, продолжая оказывать давление на ставки денежного рынка в преддверии предстоящих налоговых выплат. Сегодня состоятся выплаты трети НДС в бюджет (по нашим оценкам около 120 млрд руб.), а на завтра намечен возврат депозитов Минфину (68 млрд руб.) и погашения среднесрочного РЕПО (около 170 млрд руб.). Тем не менее, вчерашний аукцион трехмесячного РЕПО с ЦБР оказался невостребованным и повысил, таким образом, значимость сегодняшних инструментов рефинансирования. В результате, ЦБР установил лимит в 220 млрд руб. на операции однодневного и 450 млрд руб. на операции недельного РЕПО, что позволило вернуть ставки денежного рынка к целевому уровню регулятора (5.25%).

Между тем, на вторичном рынке доходности ОФЗ слегка приподнялись на среднем и дальнем участках кривой (+1-2 бп), а в корпоративном секторе усилилось давление продавцов. «Голубые фишки» банковского сектора (ВТБ, Россельхозбанк, Райффайзенбанк) отметились ростом доходностей на 10-20 бп, а нефтегазового (Лукойл, Газпром нефть) – на 5-10 бп. Бумаги ФСК и РЖД продемонстрировали умеренную активность и смешанную динамику доходностей в пределах 5-10 бп от уровней пятницы. Во втором эшелоне незначительной ценовой коррекцией отметились бумаги Евраза (+10 бп). Заметную позитивную переоценку (-40 бп по доходности) зафиксировали выпуски Мечела с погашением в 2021 году. В довершение, телекомы (Вымплеком и МТС) слегка откатились в цене (+5 бп по доходности).

Владимир Колычев
+7 (495) 725-56-37
VKolychev@mx.rosbank.ru

Евгений Кошелев
+7 (495) 725-56-37
EKoshelev@mx.rosbank.ru

Владимир Цибанов
+7 (495) 725-56-37
VNTsibanov@mx.rosbank.ru

Корпоративные новости

Финансовые результаты: Русал

- **Русал (-/-/-) опубликовал отчетность по МСФО за 4к11 и 2011 г.**

Выручка за квартал снизилась на 11.3% кв/кв до $2.8 млрд после снижения цен на алюминий в конце года (средняя цена на алюминий в 4к11 составила $2114/т в сравнении с $2430/т в 3к11). На этом фоне под давлением устойчиво высоких расходов (себестоимость производства алюминия в 4к11 составила $1952/т, в 3к11 – $1980/т) показатель EBITDA сократился на 46.4% до $378 млн – рекордно низкого уровня с 4к09. В результате, рентабельность упала до 13.5% в 4к11.

По итогам 2011 г. выручка Русала составила $12.3 млрд, увеличившись на 12.0%. EBITDA снизилась на 5.6% до $2.5 млрд.

Основные финансовые показатели, $ млн

	4к11	кв/кв	3к11	г/г	4к10	2011	г/г	2010
Выручка	2 806	-11.3%	3 162	-4.9%	2 950	12 291	+12.0%	10 979
Операционная прибыль	158	-71.4%	552	-72.0%	564	1 749	-13.9%	2 031
рентабельность, %	*5.6%*	*-11.8 пп*	*17.5%*	*-13.5 пп*	*19.1%*	*14.2%*	*-4.3 пп*	*18.5%*
EBITDA	378	-46.4%	705	-51.4%	778	2 518	-5.6%	2 667
рентабельность, %	*13.5%*	*-8.8 пп*	*22.3%*	*-12.9 пп*	*26.4%*	*20.5%*	*-3.8 пп*	*24.3%*
FFO	276	-46.0%	511	-49.2%	543	1 881	+2.3%	1 839
рентабельность, %	*9.8%*	*-6.3 пп*	*16.2%*	*-8.6 пп*	*18.4%*	*15.3%*	*-1.4 пп*	*16.8%*
Чистая прибыль	(974)		126		1 447	237	-91.7%	2 867
рентабельность, %	*-34.7%*	*-38.7 пп*	*4.0%*	*-83.8 пп*	*49.1%*	*1.9%*	*-24.2 пп*	*26.1%*
Активы	25 345	-3.0%	26 135	-4.4%	26 525	25 345	-4.4%	26 525
Собственные средства	10 539	-9.3%	11 619	-8.0%	11 456	10 539	-8.0%	11 456
Долгосрочный долг	11 066	+12.3%	9 852	+4.4%	10 602	11 066	+4.4%	10 602
Краткосрочный долг	629	-60.9%	1 607	-53.8%	1 361	629	-53.8%	1 361
Чистый долг	11 049	+1.2%	10 919	-3.7%	11 472	11 049	-3.7%	11 472
Чистый долг/EBITDA LTM	4.39x	+0.65x	3.74x	+0.09x	4.30x	4.39x	+0.09x	4.30x
FFO LTM/Чистый долг	17.0%	*-2.6 пп*	19.6%	*+1.0 пп*	16.0%	17.0%	*+1.0 пп*	16.0%
EBITDA/Проценты	0.77x	-2.79x	3.56x	-1.79x	2.56x	1.88x	-0.25x	2.13x

Источник: отчетность по МСФО, расчеты Росбанка

Кредитный профиль Русала продолжает характеризоваться высоким уровнем долговой нагрузки. Показатель Чистый долг/EBITDA по итогам года повысился до 4.39x. В то же время, чистый долг снизился до $11.05 млрд. В январе компания рефинансировала краткосрочный долг, отодвинув основную часть выплат ($6.5 млрд) на 2016 г.

Инвестиции ($622 млн в 2011 г.) и процентные выплаты были обеспечены операционным денежным потоком компании. В течение следующих 18 месяцев компания может снизить производство на 6% (250 тыс. т от уровня 2011 г.), но окончательное решение пока не принято. В то же время, мы ожидаем, что цена алюминия на LME окажется ниже среднего уровня прошлого года. Таким образом, мы считаем, что EBITDA сократится в 2012 г., а учитывая необходимые инвестиции и процентные выплаты по долгам, мы не видим потенциала для снижения долговой нагрузки.

В обращении находятся два выпуска облигаций Русала и оба достаточно ликвидны. Бумаги торгуются со спредом 470-490 бп к ОФЗ, что предполагает премию к облигациям Мечела порядка 100 бп. Мы считаем, что облигации Русала имеют потенциал роста и, соответственно, сужения кредитного спреда к Мечелу, и могут быть интересны для склонных к риску инвесторов.

Александр Сычев
+7 (495) 725-56-37
AASychev@mx.rosbank.ru

Команда

Исследования и аналитика	Трейдинг	Продажи финансовым учреждениям	Корпоративные продажи	Инвестиционно-банковские услуги
Владимир Колычев VKolychev@mx.rosbank.ru +7 (495) 725-5637	**Борис Брук** BBruck@rosbank.ru +7 (495) 232-9828	**Марина Петухова** MVPetukhova@rosbank.ru +7 (495) 725-5477	**Владимир Мацко** vladimir.matsko@socgen.com **+7 (495) 725-57-44**	**Михаил Афонский** MAfonsky@rosbank.ru +7 (495) 234-0974
Александр Попов, CFA APopov@mx.rosbank.ru +7 (495) 725-5637	**Василий Королев** VKorolev@rosbank.ru +7 (495) 234-0986	**Павел Малявкин** PVMalyavkin@rosbank.ru +7 (495) 725-5713	**Роман Воронин** roman.voronin@socgen.com **+7 (495) 725-57-44**	**Виктория Якимова** Yakimova@rosbank.ru +7 (495) 725-5494
Евгений Кошелев EKoshelev@mx.rosbank.ru +7 (495) 725-5637	**Александр Ройко** ARoiko@rosbank.ru +7 (495) 604-7461	**Дмитрий Енуков** Enukov@rosbank.ru +7 (495) 234-0986	**Евгений Курочкин** evgeniy.kurochkin@socgen.com **+7 (495) 725-57-44**	**Ирина Балыкина** IBalykina@rosbank.ru +7 (495) 234-0947
Владимир Цибанов VNTsibanov@mx.rosbank.ru +7 (495) 725-5637	**Михаил Петушков** MAPetushkov@rosbank.ru +7 (495) 604-7461		**Александра Павлова** avpavlova@rosbank.ru **+7 (495) 725-57-44**	**Татьяна Амброжевич** TAmbrozhevitch@mx.rosbank.ru +7 (495) 956-6714
Александр Сычев AASychev@mx.rosbank.ru +7 (495) 725-5637	**Дмитрий Зайцев** DZaitsev@rosbank.ru +7 (495) 721-9557		**Роман Будаев** roman.budaev@socgen.com **+7 (495) 725-57-44**	**Юрий Новиков** YSNovikov@mx.rosbank.ru +7 (495) 234-0974
Алексей Думнов ADumnov@mx.rosbank.ru +7 (495) 725-5637			**Андрей Галкин** aagalkin@rosbank.ru **+7 (495) 725-57-44**	

Настоящий обзор предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, Росбанк не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни Росбанк, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ОАО АКБ «РОСБАНК», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © Росбанк 2012