РОСБАНК
SOCIETE GENERALE GROUP

Россия

Ежедневный комментарий

www.rosbank.ru

Брифинг долговых рынков

Приложение доступно по ссылке

Ревью предыдущего дня

- **Сдержанность ЕЦБ разочаровала «быков».** Рынки, разогретые недавней агрессивностью риторики Марио Драги, разочаровались сдержанными решениями ЕЦБ и, не удовлетворившись, бросились избавляться от накопленных с конца прошлой недели позиций в рисковых активах. По итогам дня евро и испанские бонды вернулись к уровням конца прошлой недели, фондовые индексы потеряли по 1-3%, а доходности UST'10 преодолели 1.5%-ный барьер (1.48%; -5 бп).

- **Евробонды не поспешили отступить от своих максимумов.** Негативная реакция европейского долгового рынка на не оправдавшее себя решение ЕЦБ ограничилась маржинальным ростом доходностей по всему спектру евробондов. Суверенные выпуски прибавили скромные 1-2 бп, а корпоративные отличились лишь в банковских бенчмарках.

- **Рубль держится в узком коридоре вопреки внешнему негативу.** Несмотря на заметную реакцию рынка на решение ЕЦБ рубль продемонстрировал относительную устойчивость против бивалютной корзины (35.64-35.76). Сегодня риски корзины консолидированы вокруг рынка труда США, однако мы не ожидаем ослабления рубля и видим уровень 35.70 в качестве локального равновесия.

- **Рублевые облигации взяли паузу после решения ЕЦБ**. Торгуясь первую половину дня в «зеленой» зоне, госбумаги скатились вниз (+3-5 бп доходности) после оглашения решения ЕЦБ. Совместно со снижением активности настроения в корпоративных бумагах также переместились на сторону продаж. Между тем, денежный рынок зафиксировал возврат депозитных ставок в интервал 5.25/5.75%.

Корпоративные новости

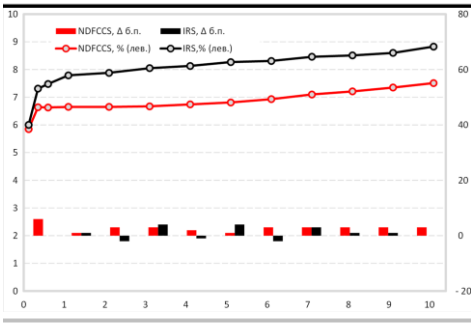
- **РусГидро.** Слабые результаты по МСФО за 1к’12.

- **Группа Черкизово.** Неплохие операционные результаты за 2к’12: рост продолжается.

Основные события дня

Показатель	Страна	Период
Индикаторы деловой активности PMI, ISM	Еврозона, США	Июль
Изменение занятости в несельскохозяйственном секторе	США	Июль
Индекс потребительских цен	Россия	Июль

Индикативные кривые доходностей



Источник: Bloomberg, ММВБ, Росбанк

Ключевые индикаторы рынка

	Посл. знач	Δ день	Δ нед.
UST'10Y, %	1.48	-4.61	+4.01
BUND'10Y, %	1.23	-14.10	-9.40
LIBOR'3M, %	0.44	+0.03	-0.53
Россия'30, %	3.07	+1.40	-20.30
MosPrime'ON, %	5.76	-31.00	-48.00
iTraxx Xover, б.п.	647.98	+27.45	-15.88
EMBI+Sov, б.п.	322.57	+5.68	-26.42
Россия'5Y CDS, б.п.	179.01	+6.94	-12.98
Коррсчета, млрд. руб.	740.10	-67.50	+78.20
Депозиты, млрд. руб.	90.30	-9.60	+12.00
Операции с ЦБ, млрд. руб.	-221.80	+50.80	+207.00
Dow Jones	12 878.88	-0.72	-0.07
S&P500	1 365.00	-0.76	+0.37
РТС	1 355.32	-1.45	+0.40
ММВБ	1 397.05	-1.06	+0.93
Золото, $/тр. унц.	1 586.13	-1.08	-1.81
Нефть Brent $/барр.	105.90	-0.06	+0.60
Руб./$	32.54	+0.58	+0.74
Руб./Корзина	35.69	-0.00	+0.12

Источник: Bloomberg, Банк России, Росбанк

Ревью предыдущего дня

- **Сдержанность ЕЦБ разочаровала «быков»**

Мировые рынки разочаровались сдержанными решениями ЕЦБ, ограничившегося обещаниями возобновить покупки госбондов на вторичном рынке только в случае соблюдения строгих условий странами-реципиентами такой финансовой помощи. Одно из критических условий – обращение страны за финансовой помощью к официальным европейским кредиторам (EFSF/ESM) и, соответственно, подписание между ними протокола о намерениях, в котором закреплен целый ряд целей по достижению фискальной и макроэкономической устойчивости. Таким образом, интервенции ЕЦБ на вторичном рынке госбондов будут дополнять (а не заменять) поддержку со стороны европейских фондов EFSF/ESM на первичном рынке, что потенциально увеличивает совокупную «огневую мощь» механизмов спасения. Кроме того, глава ЕЦБ намекнул на то, что регуляторы собираются предусмотреть механизм обеспечения равных прав официальных и частных кредиторов (понятную обеспокоенность у частных кредиторов вызывал де-факто преимущественный статус официальных кредиторов в случае реструктуризации). В целом мы склонны считать, что такой исход предпочтительнее простого обещания возобновить программу покупок госбондов, так как обозначенный механизм призван решить несколько важных вопросов: увеличить «огневую мощь» фондов спасения и обеспечить равный статус официальных и частных кредиторов. Впрочем, как разрешение на покупки госбондов фондами ESFS/ESM, так и определение статуса этих кредиторов, находятся в пространстве ответственности европейских политиков, которым еще предстоят жаркие дискуссии по этому поводу на последующих саммитах в сентябре.

Таким образом, ЕЦБ передал эстафету по разрешению кризиса обратно европейским политикам, пообещав, что в случае принятия ими правильных решений, можно рассчитывать и на поддержку монетарного регулятора. Рынки, разогретые недавней агрессивностью риторики Марио Драги, рассчитывали на более срочные решения и, не удовлетворившись, бросились избавляться от накопленных с конца прошлой недели позиций в рисковых активах. По итогам дня единая валюта потеряла более 1.1% (1.216 в паре с долларом), доходности 10-летних испанских бондов вернулись выше отметки 7.0%, фондовые индексы просели на 1-3%, а сырьевая корзина CRB полегчала на 1.7%. На этом фоне возросший спрос на защитные активы притянул доходности UST'10 к отметке 1.48% (-5 бп).

Сегодня помимо последствий вчерашнего решения ЕЦБ рынкам также предстоит переварить обильную порцию важной экономической статистики. Во-первых, по всему миру будут опубликованы свежие результаты опросов деловой уверенности среди компаний сферы услуг, и под конец дня ожидается релиз «архиважных» данных по росту занятости в несельскохозяйственном секторе США.

- **Евробонды не поспешили отступить от своих максимумов**

Российский риск в отличие от остальных рисковых сегментов европейского рынка в ходе вчерашней сессии продемонстрировал относительную устойчивость по отношению к «условному» решению ЕЦБ. И хотя стоимость суверенного кредитного риска выросла на 6 бп (CDS 178 бп), государственные еврооблигации отреагировали маржинальными движениями доходностей (+1-2 бп) вдоль всей кривой. Корпоративный сектор торговался в малоактивном режиме: основные

движения были ориентированы на перестановку котировок в пределах +/- 20 бп. На общем фоне были заметны позитивные движения в средних и длинных выпусках Газпрома и Вымпелкома (-3 бп доходности) и негативные в длинных банковских бенчмарках ВТБ, Россельхозбанка и Сбербанка (+6-8 бп). Доходности выпусков Северстали и Евраза прибавили 3-5 бп.

- **Рубль держится в узком коридоре вопреки внешнему негативу**

Динамика бивалютной корзины в ходе вчерашней сессии практически не претерпела изменений: колебания локализовались в интервале 35.67-35.76 благодаря локальной фиксации нефтяных котировок выше $106 (Brent). Решение ЕЦБ добавило волатильности торгам, однако последовавшее за ним ухудшение настроений на внешних рынках не привело к заметным движениям корзины. Тем не менее, ослабление EUR на форексе спровоцировало ослабление рубля на 0.6% против доллара США.

Утренняя динамика не зафиксировала изменения настроений относительно рубля – корзина открылась на уровне 35.80 и устремилась к 35.70. Несмотря на относительную устойчивость в последние дни, рубль сохраняет риски ослабления из-за предстоящей публикации данных по рынку труда США. Опираясь на прогноз изменения занятости от наших американских коллег в размере 165 тыс. чел. против консенсуса 100 тыс., мы оцениваем риски ослабления рубля как маловероятные и ожидаем увидеть боковое движение по корзине около 35.70.

- **Рублевые облигации взяли паузу после решения ЕЦБ**

Утренние движения на рынке рублевых бондов проходили в положительной зоне в ожидании новостей из Европы: средний участок кривой доходности проседал на 3-5 бп при неубедительных колебаниях на длинном участке. Во второй половине дня, следом за ухудшением внешнего фона, в картине рынка начали преобладать «красные» оттенки. В итоге к закрытию бенчмарковые бумаги потеряли в цене 40-60 бп (+3-5 бп доходности к уровню среды). В корпоративном секторе активность пошла на убыль: большинство банковских бенчмарков (ВТБ, Россельхозбанк) поспешили откатиться (4-10 бп) после роста предыдущего дня, ключевые сектора второго эшелона перешли в смешанный режим торгов (Северсталь +15 бп, Вымпелком -10-15 бп).

Между тем, на денежном рынке краткосрочные депозитные ставки вернулись в интервал 5.25/5.75%, однако локальные всплески к 6.00% сохранили актуальность. Ожидая притока бюджетных средств в начале месяца ЦБ начал ограничивать предложение дневного фондирования: вчера лимит на аукционное РЕПО был снижен до 270 млрд руб., а сегодня до 210 млрд руб. Тем не менее, мы не ожидаем значительных последствий для ставок денежного рынка до конца недели: до момента, когда ЦБ может добавить рынкам информации для размышления относительно процентной политики.

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: РусГидро

- **РусГидро (Ba1/BB+/BB+) опубликовала отчетность по МСФО за 1к'12**

Данные отчетности являются несопоставимыми в результате ряда сделок в течение 2011 года. Снижение выручки на 50.9%, EBITDA на 43.5% и чистой прибыли на 58.2% произошло в основном в результате продажи пяти энергосбытовых компаний ИнтерРАО в конце марта прошлого года. Падение было бы еще больше, если бы не получение контрольного пакета РАО ЕЭС Востока в августе 2011 года, вследствие чего мощность станций увеличилась почти на 9 ГВт до 35 ГВт, а также приобретение Энергетической сбытовой компании Башкортостана в сентябре 2011 года.

В более сопоставимых показателях (без учета продажи энергосбытов) выручка увеличилась на 14.3%, однако операционная прибыль снизилась на 25.8%. Кроме обозначенных выше приобретений росту выручки способствовало увеличение производства электроэнергии на 6% г/г, в том числе благодаря восстановлению Саяно-Шушенской ГЭС. Снижение операционной прибыли и рентабельности во многом объясняется отменой в 2012 году инвестнадбавки к тарифу на мощность (составляла 12.5%), а также существенным снижением средней эффективности активов в результате получения тепловой энергетики восточного холдинга. Показатель EBITDA составил 18.9 млрд руб., что соответствует рентабельности 22.9%.

Основные финансовые показатели, млрд руб.

	1К2012	г/г	1К2011	2011	г/г	2010
Выручка	82 609	-50.9%	168 084	362 599	-31.1%	526 581
Операционная прибыль	13 905	-52.4%	29 219	51 116	+67.1%	30 585
рентабельность, %	*16.8%*	*-0.6 пп*	*17.4%*	*14.1%*	*+8.3 пп*	*5.8%*
EBITDAR	19 477	-42.9%	34 119	79 064	+1.1%	78 225
рентабельность, %	*23.6%*	*+3.3 пп*	*20.3%*	*21.8%*	*+6.9 пп*	*14.9%*
EBITDA	18 938	-43.5%	33 526	76 964	+1.4%	75 873
рентабельность, %	*22.9%*	*+3.0 пп*	*19.9%*	*21.2%*	*+6.8 пп*	*14.4%*
FFO	15 218	-38.9%	24 890	58 689	+3.5%	56 706
рентабельность, %	*18.4%*	*+3.6 пп*	*14.8%*	*16.2%*	*+5.4 пп*	*10.8%*
Чистая прибыль	10 815	-58.2%	25 858	31 778	+205.6%	10 399
рентабельность, %	*13.1%*	*-2.3 пп*	*15.4%*	*8.8%*	*+6.8 пп*	*2.0%*
Активы	841 603			811 783	+9.0%	744 993
Собственные средства	535 674			525 659	-2.6%	539 568
Долгосрочный долг	115 574			102 624	+99.0%	51 579
Краткосрочный долг	25 693			21 414	-31.3%	31 187
Чистый долг	90 878			76 701	+27.4%	60 197
Чистый долг/EBITDA LTM	1.46x			1.00x	+0.20x	0.79x
Чистый долг adj/EBITDAR LTM	1.68x			1.18x	+0.17x	1.01x
FFO adj LTM/Чистый долг adj	46.6%			64.3%	*-9.5 пп*	73.8%
EBITDA/Проценты	14.76x	-15.12x	29.88x	18.16x	+8.64x	9.52x
EBITDAR/Проценты adj	13.32x	-12.54x	25.85x	16.01x	+7.08x	8.93x

Источник: отчетность компании по МСФО, расчеты Росбанка

Чистый долг компании за квартал вырос на 18.5% до 90.9 млрд руб., что привело к увеличению долговой нагрузки до 1.46x по соотношению Чистый долг/EBITDA или 1.68 по показателю, скорректированному на операционный лизинг.

Инвестиционная программа на 2012-2014 гг. запланирована в объеме 98, 88 и 63 млрд руб., соответственно. Она предполагает заемное финансирование в объеме 34, 35 и 11 млрд руб., соответственно. С учетом собственного денежного потока компании мы оцениваем эти планы как реалистичные. Мы ожидаем увеличения долговой нагрузки по показателю Чистый долг/EBITDA выше 2.0x к

концу года, и до 2.5х к концу 2013 г. Данный расчет не учитывает возможной докапитализации компании, различные сценарии которой продолжают обсуждаться.

На данный момент облигации РусГидро на локальном рынке торгуются со спредом 120-130 бп к кривой ОФЗ при дюрации 3.2 года и по нашему мнению переоценены. Рублевый выпуск еврооблигаций HCFBRU 03/14 имеет дюрацию 2.7 года и торгуется на справедливых, на наш взгляд, уровнях кредитной премии 160-170 бп.

Александр Попов, CFA
+7 (495) 725-56-37
APopov@mx.rosbank.ru

Операционные результаты: Группа Черкизово

- **Группа Черкизово (B2/-/-) опубликовала производственные результаты за 2к'12**

Во 2к'12 продолжился рост продаж мяса птицы. Увеличение составило 8.7% кв/кв и 28.0% г/г. Средняя цена реализации повысилась до 74.67 руб./кг против 72.50 руб./кг в предыдущем квартале вследствие повышения спроса, а также удорожания кормов примерно на 6% с начала года. Производство свинины повысилось на 6.4% кв/кв и 15.6% г/г, и было поддержано ростом цен на 2% – выше 82 руб./кг. В сегменте мясопереработки объем производства поднялся на 13.3% кв/кв при неизменных ценах, однако в сравнении с уровнем прошлого года наблюдалось снижение на 10.6% в связи с закрытием неэффективного убойного завода на юге России.

Основные производственные показатели, т

	2к'12	кв/кв	1к'12	г/г	2к'11
Птицеводство	82 485	+8.7%	75 860	+28.0%	64 420
Свиноводство	24 104	+6.4%	22 660	+15.6%	20 850
Мясопереработка	32 990	+13.3%	29 115	-10.6%	36 897

Источник: данные компании, расчеты Росбанка

Выручка Группы Черкизово по итогам 2к'12, по нашим оценкам, будет близка к $400 млн, EBITDA составит чуть менее $70 млн.

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	**Вера Шаповаленко** VAShapovalenko@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	**Павел Малявкин** PVMalyavkin@rosbank.ru +7 (495) 725-5713	**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