

Брифинг **ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ**

Приложение доступно по [ссылке](#)

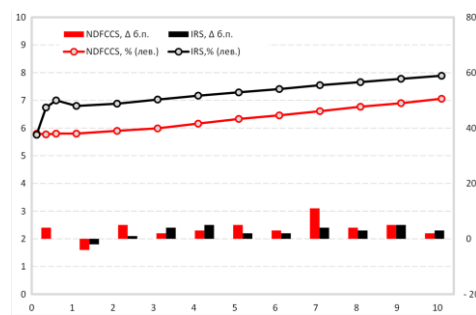
Ревью предыдущего дня

- Рисковые активы не могут определиться с направлением.** Несмотря на повышенный интерес рынков к аукционам Франции и Испании, их удовлетворительный итог не позволил рисковому активу воспрять духом после падения днем ранее (S&P 500 -0.4%, Euro Stoxx 50 -1.9%). Поводов для закрытия длинных позиций добавила американская статистика. В результате, спрос на защитные инструменты удержал доходность UST'10 в диапазоне 1.95-2.00%.
- Инвестиционные и спекулятивные евробонды выбрали разные направления.** Аукционы Франции и Испании прошли в спокойном режиме, однако европейский долговой рынок, нацелившись на коррекцию банковского сектора, продолжил фиксировать расширение кредитных премий (CDS России +4 бп, 201 бп). Суверенные евробонды торговались в боковом режиме. В корпоративном сегменте ощущалась поддержка инвестиционных бумаг со стороны спроса, а в спекулятивных, напротив, продолжилась коррекция.
- Американская статистика ослабила интерес к рублю.** На фоне слабых данных рынка труда США стоимость бивалютной корзины подросла к отметке 33.71 (+6 коп.). Однако старт основного этапа апрельского налогового периода, стимулирующий экспортеров к продажам валюты, скорее всего, позволит компенсировать снижение склонности инвесторов к риску.
- Рублевые бонды растеряли оптимизм.** Кривая ОФЗ на длинных дюрациях прибавила в доходности до 5 бп на фоне роста ставок валютных и процентных свопов. В корпоративном сегменте позитивная динамика была зафиксирована в инфраструктурных бумагах первого и нефтегазовых второго эшелона. Остальные отраслевые бенчмарки придерживались нейтрально-негативного направления.

Корпоративные новости

- Северсталь.** Отличные результаты за 4к'11 и 2011 г.
- X5 Retail Group.** Хорошие результаты за 4к'11: высокая рентабельность, положительный FCF, снижение долговой нагрузки.

Индикативные кривые доходностей



Источник: Bloomberg, ММББ, Росбанк

Ключевые индикаторы рынка

		Посл. знач	Δ день	Δ нед.
UST'10Y, %	●	1.97	-0.88	-8.45
BUND'10Y, %	●	1.69	-2.80	-9.60
LIBOR'3M, %	●	0.47	+0.00	-0.10
Россия'30Y, %	●	4.06	+1.30	-1.20
MosPrime'ON, %	●	5.56	+2.00	+13.00
iTraxx Xover, б.п.	●	684.51	+9.90	+39.30
EMBI+Sov, б.п.	●	333.51	-3.33	+2.94
Россия'5Y CDS, б.п.	●	200.73	+3.34	+3.35
Коррсчета, млрд. руб.	●	770.90	-31.90	+78.90
Депозиты, млрд. руб.	●	82.90	-7.60	-10.20
Операции с ЦБ, млрд. руб.	●	41.40	-3.80	+115.40
Dow Jones	●	12 964.10	-0.53	-0.17
S&P500	●	1 376.92	-0.60	-0.77
PTC	●	1 609.56	+1.65	-0.66
ММББ	●	1 496.55	+1.87	-0.34
Золото, \$/тр. унц.	●	1 639.93	+0.03	-2.14
Нефть Urals, \$/барр.	●	114.56	+0.52	-3.27
Руб./\$	●	29.53	+0.15	+0.29
Руб./Корзина	●	33.71	+0.22	+0.14

Источник: Bloomberg, Банк России, Росбанк

Ревью предыдущего дня

- **Рисковые активы не могут определиться с направлением**

Мировые финансовые рынки в целом пока не могут определиться с устойчивым трендом, разрываясь между опасениями за стабильность мировой экономики и усугубление европейского долгового кризиса с одной стороны и надеждами на дальнейшие послабления регуляторов с другой. После восстановительного «рывка» в начале недели вялая экономическая статистика вернула рискованные активы на нисходящую траекторию. Неожиданное замедление продаж на вторичном рынке жилой недвижимости США умерило надежды на быстрое восстановление строительного сектора американской экономики, в то время как рост обращений за пособиями по безработице укрепляет опасения о том, что наблюдавшиеся до недавнего времени улучшения на рынке труда носили скорее временный характер.

Кроме того, в целом удовлетворительные итоги размещения французских и испанских госбондов не смогли снизить опасения относительно дальнейшего развития ситуации в Европе, подтолкнув спреды суверенных облигаций европейской периферии к очередному витку расширения. Фондовые индексы в таких условиях продолжили сползать ниже (S&P 500 -0.4%, Euro Stoxx 50 -1.9%), а относительно высокий спрос на защитные инструменты удержал доходности UST'10 в диапазоне 1.95-2.00%.

- **Инвестиционные и спекулятивные евробонды выбрали разные направления**

В то время как европейский банковский сегмент сохранил высокие темпы коррекции, спровоцированные отчетом МФВ о финансовой стабильности, ожидаемые аукционы по размещению госбумаг Испании и Франции не преподнесли неприятных сюрпризов. На этом смешанном новостном фоне в сегмент суверенного долга стран Еврозоны вернулись продавцы, в результате чего премии CDS некоторых из них (Германия, Италия, Испания) продолжили расширяться темпами 2.0-6.0%. Российская премия была сдвинута вверх на 4 бп и достигла уровня CDS Франции (201 бп). Государственные евробонды, не определившись с направлением, завершили сессию в пределах +/-1 бп от уровня среды, и лишь десятилетний бенчмарк Russia 04/22 (4.17%) потерял 8 бп под натиском спроса. В корпоративном сегменте лидировали евробонды инвестиционной категории во главе с бумагами нефтегазовых компаний. Длинные бенчмарки Газпрома и ТНК-ВР потеряли в доходности до 6 бп. Помимо этого, активным был спрос в евробондах ВЭБа и Сбербанка (-4-7 бп). Спекулятивный сегмент, напротив, сосредоточился на ценовой коррекции. Дальний конец кривой доходности Вымпелкома сместился вверх на 6-9 бп. Не устояли и евробонды Евраза (+4-6 бп), потерявшие с начала недели 25-30 бп в доходности благодаря интересу к первичному рынку.

- **Американская статистика ослабила интерес к рублю**

В ходе вчерашней торговой сессии на внутреннем валютном рынке наблюдалась смешанная динамика торгов. Достаточно сдержанное укрепление после оглашения удовлетворительных итогов размещения французских и испанских госбондов обернулось для рубля коррекцией в ходе вечерней сессии. Интерес к рискам рубля снизился под влиянием слабых данных на рынке труда и замедления продаж на вторичном рынке жилой недвижимости США. В результате, бивалютная корзина закрылась на отметке 33.71 (+6 коп.).

Сегодня на открытии рубль продолжил коррекционное движение к отметке 33.75. Предстоящая выплата в бюджет трети НДС, с которой стартует основной этап апрельского налогового периода, будет стимулировать экспортеров к продажам валюты и, скорее всего, позволит компенсировать снижение склонности инвесторов к риску.

- **Рублевые бонды растеряли оптимизм**

Совокупность внешних пессимистичных настроений и продолжающегося роста ставок валютных и процентных свопов (+3-5 бп) к концу недели начала занимать доминирующее положение на рынке рублевых облигаций. В сегменте ОФЗ дальний конец «безрисковой» кривой вновь прибавил от 3 до 5 бп, однако движение произошло на нехарактерно малых объемах торгов. В корпоративных бумагах покупки были локализованы в единичных сегментах. В позитивную сторону отличились бумаги инфраструктурных компаний ФСК и РЖД (-3-8 бп по доходности). Во втором эшелоне спросом пользовались бумаги Башнефти (-10-20 бп). Банковский сектор зафиксировал рост доходностей в выпусках ВТБ и ВЭБа (до +6 бп), а также Газпромбанка и Росбанка (+8-12 бп). Бенчмарки горнодобывающего и телекоммуникационного секторов второго эшелона торговались в смешанном режиме. Спрос был виден в бумагах МТС и Системы (-6-7 бп), однако он был нивелирован продажами Вымпелкома (+10 бп). Горнодобывающий сектор встретил сдержанный интерес к бумагам Евраз и ММК (-10-15 бп), однако верх в итоге взяли продажи в бумагах Алросы, Мечела и Северстали (+5-15 бп).

Тем временем, ситуация на рынке ликвидности продолжила развиваться по ожидаемому сценарию. В связи с предстоящими сегодня выплатами трети НДС (по нашим оценкам 175-200 млрд руб.), спрос на ликвидность начал возвращать ставки денежного рынка в верхнюю половину процентного коридора (5.25/5.75%). ЦБР в свою очередь попытается их слегка «остудить» с помощью повышения лимитов дневного РЕПО до 150 млрд руб., что в итоге приведет к возврату ставок на его целевой уровень (5.25%).

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: Северсталь, X5 Retail Group

- **Северсталь (Ba2/BV/BV-) опубликовала отчетность по МСФО за 4к'11**

В отчетности компании за 4к'11 результаты Nord Gold не включались в результаты от продолжающейся деятельности. Таким образом, выручка составила \$3.7 млрд, снизившись на 17.5% кв/кв на фоне снижения цен на рынке на 5-10% и сокращения как производства, так и объемов продаж. Показатель EBITDA благодаря существенному снижению затрат на тонну продукции с \$127 до \$72 и падению цен на сырье в стальном сегменте оказался на довольно высоком уровне \$767 млн. В результате, рентабельность превысила 20%.

По итогам года компания показала рост выручки на 23.4% до \$15.8 млрд. EBITDA немного не дотянула до \$3.6 млрд, увеличившись на 19.8%. Рентабельность незначительно снизилась до 22.7%.

Основные финансовые показатели, \$ млн

	4к'11	кв/кв	3к'11	2011	г/г	2010
Выручка	3 727	-17.5%	4 519	15 812	+23.4%	12 819
Операционная прибыль	598	-29.5%	848	2 917	+32.3%	2 205
рентабельность, %	16.0%	-3.3 пп	19.3%	18.4%	+1.2 пп	17.2%
EBITDA	767	-24.7%	1 018	3 582	+19.8%	2 990
рентабельность, %	20.6%	-3.1 пп	23.7%	22.7%	-0.7 пп	23.3%
FFO				2 643	+20.0%	2 203
рентабельность, %				16.7%	-0.5 пп	17.2%
Чистая прибыль	463	+7.9%	429	1 963	+57.4%	1 247
рентабельность, %	12.4%	+2.9 пп	9.5%	12.4%	+2.7 пп	9.7%
Активы				17 910	-7.7%	19 408
Собственные средства				7 067	-3.9%	7 350
Долгосрочный долг				4 791	+1.4%	4 723
Краткосрочный долг				1 185	-16.7%	1 424
Чистый долг				4 102	+0.2%	4 094
Чистый долг/EBITDA LTM				1.15x	-0.22x	1.37x
FFO LTM/Чистый долг				64.4%	+10.6 пп	53.8%
EBITDA/Проценты				8.21x	+3.37x	4.84x

Источник: отчетность по МСФО, расчеты Росбанка

Чистый долг остался на уровне прошлого года, что благодаря сильным производственным результатам привело к снижению значения показателя Чистый долг/EBITDA до 1.15x с 1.37x. Выплаты по краткосрочным долгам обеспечены денежными средствами на балансе.

Инвестиции в 2011 г. составили \$1.7 млрд и были полностью покрыты собственным денежным потоком компании. В 2012 г. Северсталь планирует потратить на инвестиции аналогичную сумму.

Компания ожидает улучшения рыночной конъюнктуры со 2к'12 с последующим сезонным замедлением спроса в летние месяцы. В России, по мнению компании, рост спроса будет обеспечиваться строительной отраслью и автомобильной индустрией.

На локальном рынке облигации компании характеризуются дюрацией меньше года и торгуются по ценам, близким к номиналу. На рынке еврооблигаций бумаги компании справедливо оценены рынком.

• X5 Retail Group (B2/B+/-) показала сильные результаты в 4к'11

Выручка X5 в 4к'11 составила \$3.97 млрд, показав рост на 13.9% г/г несмотря на снижение сопоставимых продаж на 2% при увеличении торговых площадей на 11%. Валовая рентабельность на фоне замедления темпов роста себестоимости достигла 24.7% против 22.0% в 4к'10 и 23.1% в 3к'11. Показатель EBITDA вырос на 25.5% г/г, достигнув рекордного значения \$351 млн. Рентабельность EBITDA поднялась до 8.9% с 8.0% годом ранее.

По итогам года выручка компании показала рост на 37.0%, достигнув \$15.46 млрд. Показатель EBITDA составил \$1.1 млрд, увеличившись на 20.4%. Рентабельность снизилась на 1 пп до 7.2% вследствие увеличения реализационных и административных расходов, во многом вызванного интеграцией Копейки.

Основные финансовые показатели, \$ млн

	4к'11	кв/кв	3к'11	г/г	4к'10	2011	г/г	2010
Выручка	3 965	+9.4%	3 623	+13.9%	3 483	15 455	+37.0%	11 280
Операционная прибыль	238	+105.3%	116	+43.5%	166	702	+28.8%	545
рентабельность, %	6.0%	+2.8 пп	3.2%	+1.2 пп	4.8%	4.5%	-0.3 пп	4.8%
EBITDAR	520	+44.6%	360	+26.8%	410	1 725	+29.9%	1 328
рентабельность, %	13.1%	+3.2 пп	9.9%	+1.3 пп	11.8%	11.2%	-0.6 пп	11.8%
EBITDA	351	+63.2%	215	+25.5%	280	1 111	+20.4%	923
рентабельность, %	8.9%	+2.9 пп	5.9%	+0.8 пп	8.0%	7.2%	-1.0 пп	8.2%
FFO	253	+99.7%	127	+59.7%	159	750	+19.7%	627
рентабельность, %	6.4%	+2.9 пп	3.5%	+1.8 пп	4.6%	4.9%	-0.7 пп	5.6%
Чистая прибыль	134		(2)	+52.4%	88	302	+11.4%	271
рентабельность, %	3.4%	+3.4 пп	-0.1%	+0.9 пп	2.5%	2.0%	-0.4 пп	2.4%
Активы	8 810	+6.6%	8 265	+0.5%	8 764	8 810	+0.5%	8 764
Собственные средства	2 196	+5.0%	2 092	+7.3%	2 047	2 196	+7.3%	2 047
Долгосрочный долг	2 698	-3.9%	2 809	-15.1%	3 180	2 698	-15.1%	3 180
Краткосрочный долг	915	+18.5%	773	+79.6%	510	915	+79.6%	510
Чистый долг	3 209	-6.3%	3 423	-6.1%	3 417	3 209	-6.1%	3 417
Чистый долг/EBITDA LTM	2.89x	-0.40x	3.29x	-0.81x	3.70x	2.89x	-0.81x	3.70x
Чистый долг adj/EBITDAR LTM	4.71x	-0.35x	5.06x	-0.30x	5.01x	4.71x	-0.30x	5.01x
FFO LTM/Чистый долг	23.4%	+4.2 пп	19.2%	+5.0 пп	18.3%	23.4%	+5.0 пп	18.3%
FFO LTM adj/Чистый долг adj	14.3%	+2.6 пп	11.7%	+0.8 пп	13.5%	14.3%	+0.8 пп	13.5%
EBITDAR/Проценты	4.04x	+0.93x	3.11x	-0.57x	4.61x	3.49x	-1.47x	4.95x

Источник: отчетность по МСФО, расчеты Росбанка

Чистый долг X5 сократился на 6% как относительно предыдущего квартала, так и г/г и составил \$3.2 млрд. На этом фоне отношение скорректированного на обязательства по операционному лизингу чистого долга к EBITDAR снизилось до 4.71x.

Капитальные вложения в 2011 г. достигли \$814 млн, тем не менее, FCF компании оказался положительным и составил \$110 млн. В 2012 г. компания планирует увеличить торговые площади на 18%, потратив на это порядка 45 млрд руб. Реализация данного сценария приведет к увеличению долговой нагрузки компании.

Несмотря на слабые операционные результаты 1к'12 по итогам года компания ожидает 15-20% увеличения выручки при рентабельности EBITDA на уровне 7%.

Облигации компании неликвидны и поэтому непривлекательны для покупки.

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 PVMalaykin@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	Дмитрий Борисов DIBorisov@rosbank.ru +7 (495) 725-5713	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 YNovikov@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