

Брифинг **ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ**

Приложение доступно по [ссылке](#)

Ревью предыдущего дня

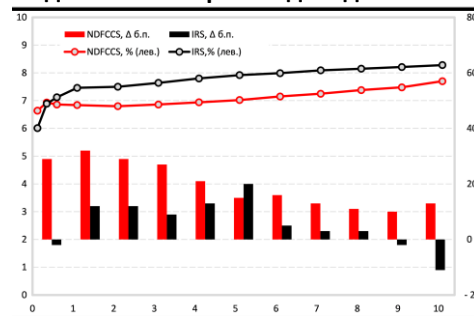
- **Бегство от рисков возобновилось с новой силой.** Рынки лишились успокоительного в виде позитивной экономической статистики, и их ничто не отвлекало вчера от депрессивных размышлений о дезинтеграционных последствиях выхода Греции из монетарного союза. Бегство от рисков возобновилось с новой силой, подтолкнув доходности защитных инструментов к новым рекордам.
- **Падающая нефть подрывает спрос на российский кредитный риск.** Распродажи евробондов российских эмитентов продолжились вчера в тон депрессивным настроениям на мировых рынках и снижению нефтяных котировок. Суверенная кривая при этом чувствовала себя более уверенно, а котировки корпоративных выпусков просели в среднем еще на 75-100 бп.
- **Коррекция нефти усиливает падение рубля.** Коррекция нефтяных котировок предопределила дальнейшее снижение бивалютной корзины (10 коп, 34.84). Падение нефтяных котировок снижает надежды на быстрое восстановление рублевых, однако потенциал их снижения ограничен нейтральным диапазоном Банка России.
- **Внешняя турбулентность не оставляет шансов рублевым ставкам и ОФЗ.** Отвесное падение рискованных активов и в особенности котировок нефти продолжает подстегивать ожидания дальнейшего обесценения рубля, подталкивая ставки коротких NDF к новым локальным максимумам, а доходности ОФЗ к уровням начала года.

Корпоративные новости

- **НЛМК.** Отчетность по US GAAP за 1к'12: восстановление началось.
- **Алроса.** Слабые результаты в 4к'11. Увеличение долга в начале 2012 г.
- **X5 Retail Group.** Неоднозначные результаты за 1к'12: слабый рост выручки, неплохие показатели рентабельности.

Основные события дня

Индикативные кривые доходностей



Источник: Bloomberg, ММВБ, Росбанк

Ключевые индикаторы рынка

	Посл. знач	Δ день	Δ нед.
UST'10Y, %	1.70	-6.32	-16.99
BUND'10Y, %	1.41	-5.70	-12.60
LIBOR'3M, %	0.47	+0.00	+0.00
Россия'30Y, %	4.28	+3.80	+30.00
MosPrime'ON, %	5.88	-8.00	+1.00
iTraxx Xover, б.п.	753.64	+11.61	+66.02
EMBI+Sov, б.п.	383.47	+9.75	+47.37
Россия'5Y CDS, б.п.	247.52	+10.96	+40.30
Коррсчета, млрд. руб.	655.50	-356.40	+116.60
Депозиты, млрд. руб.	81.50	+14.60	-26.00
Операции с ЦБ, млрд. руб.	-63.20	+353.50	-366.70
Dow Jones	12 442.49	-1.25	-3.32
S&P500	1 304.86	-1.53	-4.07
PTC	1 313.43	-4.60	-13.40
ММВБ	1 287.79	-3.67	-9.36
Золото, \$/тр. унц.	1 574.27	+2.20	-1.40
Нефть Urals, \$/барр.	106.80	-1.58	-3.18
Руб./\$	31.05	+0.38	+2.98
Руб./Корзина	34.83	+0.26	+1.99

Источник: Bloomberg, Банк России, Росбанк

Показатель	Страна	Период
Индекс цен на жилую недвижимость	Китай	апрель

Ревью предыдущего дня

- **Бегство от рисков возобновилось с новой силой**

Лишившись успокоительного в виде позитивной экономической статистики, рынки погрузились в депрессивные размышления о дезинтеграционных последствиях возможного выхода Греции из монетарного союза. Благо предложений для возобновления массированных распродаж рискованных активов вчерашний день предоставил предостаточно: это и (подтвердившиеся) слухи о снижении рейтингов испанских банков, и сообщения об усиливающемся бегстве вкладчиков из «периферийных» банков, и отказ ЕЦБ кредитовать некоторые банки Греции (в силу нерасторопности EFSF в распределении средств на рекапитализацию банковской системы Республики). Вердикт рынков, пытающихся заглянуть за греческие выборы, неутешительный: фондовые индексы обвалились вчера на 1.5%, единая валюта пробила отметку 1.27 (1.2675), котировки Brent на фоне дальнейшего роста запасов в США просели на 2.1%, сведя на нет рост цен с начала года, а на кредитных рынках спреды приблизились к уровням прошлой осени. На этом фоне доходности защитных Bunds (1.41%) обновили, а Treasuries (1.70%) вплотную приблизились к историческим минимумам.

Между тем, на статистическом фронте динамика обращений за пособием по безработице в США оказалась на уровне ожиданий, а неожиданное снижение деловой активности в округе Филадельфия породило сомнения в устойчивости восстановления крупнейшей в мире экономики. Сегодняшний календарь также не богат на события, обещая не отвлекать рынки от размышлений о судьбе Европы «после Греции». Из статистических релизов интерес представляют, разве что, опубликованные утром данные о динамике цен на жилье в «поднебесной», которые неутешительно (для китайских девелоперов и мировых производителей сырья) свидетельствуют о дальнейшем сдувании пузыря китайского рынка недвижимости.

- **Падающая нефть подрывает спрос на российский кредитный риск**

Распродажи евробондов российских эмитентов продолжились вчера в тон депрессивным настроениям на мировых рынках и снижению нефтяных котировок. Суверенная кривая при этом чувствовала себя более уверенно, прибавив в доходности лишь 5-10 бп на фоне эквивалентного роста российского CDS (+10 бп; 247). Котировки корпоративных выпусков в свою очередь просели в среднем на 75-100 бп, расширив спрэды еще на 20-30 бп. Особенно «досталось» среднесрочным бумагам ТНК-ВР, Евраза и Номоса, потерявшим в котировках до 150-200 бп.

- **Коррекция нефти усиливает падение рубля**

Накануне торговая сессия на валютном рынке вновь завершилась существенным снижением котировок рубля. На фоне пробития котировок нефти Brent отметки \$110 за баррель в ходе торгов рубль вплотную подходил к отметке 35.00. Однако, не сумев ее преодолеть, стоимость бивалютной корзины отскочила на закрытии к уровню 34.84 (+10 коп).

На сегодняшнем открытии, на фоне дальнейшей коррекции нефтяных котировок до \$106 за баррель, бивалютная корзина легко преодолела психологический рубеж 35 рублей, консолидировавшись вблизи отметки 35.15.

Согласно простому корреляционному анализу 10% снижение котировок нефти приводит к 5% росту стоимости бивалютной корзины. Таким образом, наблюдаемая в последнее время нисходящая динамика цен на черное золото, вызванная опасениями снижения мирового спроса и относительной стабилизации геополитических рисков относительно Ирана, вряд ли может добавить оптимизма участникам рублевого валютного рынка. В то же время, ограниченный потенциал снижения нефтяных цен, скорее всего, приведет к сохранению котировок бивалютной корзины в рамках нейтрального диапазона Банка России.

- **Внешняя турбулентность не оставляет шансов рублевым ставкам и ОФЗ**

Отвесное падение рискованных активов и в особенности котировок нефти продолжает подстегивать ожидания дальнейшего обесценения рубля, подталкивая ставки коротких NDF к новым локальным максимумам. Вчера короткий участок кривой подрос еще на 30-35 бп, а вмененная доходность однолетних NDF (6.84%) достигла уровней прошлого октября. Рост ставок на среднем и дальнем концах кривой при этом ограничился 10-15 бп, способствуя дальнейшему сглаживанию кривой и ее инверсии на коротком участке (до 2-х лет). Сектор госбумаг не остался безучастен. Коррекция в средне- и долгосрочных бенчмарках приобрела более широкомасштабный характер (объем торгов вырос почти до 12 млрд рублей), а доходности подпрыгнули сразу на 15-20 бп, сведя на нет ралли начала года.

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: НЛМК, Алроса, X5 Retail Group

- **НЛМК (Ваа3/ВВВ-/ВВВ-) опубликовал отчетность по US GAAP за 1к'12**

Выручка НЛМК в 1к'12 выросла на 1.3% кв/кв до \$3.1 млрд на фоне увеличения продаж металлопродукции на 8.6% при снижении средней цены на 5%. За счет снижения себестоимости тонны металлопродукции с \$609 в 4к'11 до \$573 в 1к'12 и повышения эффективности деятельности компании показатель EBITDA продемонстрировал рост на 16.5% до \$432 млн. Рентабельность EBITDA увеличилась на 1.9 пп кв/кв и составила 14.0% (на 1 пп ниже прогноза компании), однако показатель по-прежнему находится под давлением со стороны убыточных на операционном уровне зарубежных прокатных активов.

Чистый долг компании за квартал увеличился на 5.4% до \$3.5 млрд за счет влияния обменного курса, показатель Чистый долг/EBITDA LTM поднялся до 1.69x с 1.49x на конец 2011 г. При этом инвестиции на сумму \$358 млн были практически покрыты за счет FFO (\$350 млн), что вкупе с реализацией части запасов привело к получению положительного FCF в размере \$145 млн.

Основные финансовые показатели, \$ млн

	1к'12	кв/кв	4к'11	г/г	1к'11	2011	г/г	2010
Выручка	3 094	+1.3%	3 053	+31.2%	2 359	11 729	+40.4%	8 351
Операционная прибыль	255	+5.3%	242	-45.0%	463	1 666	-7.2%	1 795
рентабельность, %	8.2%	+0.3 пп	7.9%	-11.4 пп	19.6%	14.2%	-7.3 пп	21.5%
EBITDA	432	+16.5%	371	-26.4%	587	2 254	-2.9%	2 322
рентабельность, %	14.0%	+1.8 пп	12.1%	-10.9 пп	24.9%	19.2%	-8.6 пп	27.8%
Чистая прибыль	174	+40.5%	124	-54.4%	381	1 315	+7.5%	1 224
рентабельность, %	5.6%	+1.6 пп	4.0%	-10.5 пп	16.1%	11.2%	-3.4 пп	14.7%
Активы	18 609	+7.8%	17 257	+22.8%	15 150	17 257	+24.2%	13 899
Собственные средства	11 151	+10.4%	10 105	+5.2%	10 601	10 105	+5.8%	9 554
Долгосрочный долг	2 693	-12.4%	3 074	+29.9%	2 074	3 074	+46.4%	2 099
Краткосрочный долг	1 781	+36.3%	1 306	+222.2%	553	1 306	+148.5%	526
Чистый долг	3 538	+5.4%	3 355	+155.6%	1 384	3 355	+130.8%	1 454
Чистый долг/EBITDA LTM	1.69x	+0.20x	1.49x	+1.14x	0.55x	1.49x	+0.86x	0.63x

Источник: отчетность по US GAAP, расчеты Росбанка

На 2012 г. компания планирует инвестиции объемом \$1.7 млрд, направленные на увеличение производственных мощностей, повышение эффективности производства и уровня вертикальной интеграции. Во 2к'12 компания ожидает увеличения производства стали на 5% кв/кв до 3.8 млн т, роста выручки на 10% кв/кв и восстановления рентабельности EBITDA до 17-19% в том числе за счет выхода зарубежных прокатных активов на уровень операционной безубыточности.

Облигации компании поднялись в доходностях в последнее время и предлагают премию к ОФЗ в размере 150-170 бп.

- Алроса (ВаЗ/ВВ-/ВВ-) представила данные по МСФО за 4к'11 и 2011 г.**

В 4к'11 выручка компании составила 30.4 млрд руб., снизившись на 26.1% кв/кв вследствие снижения спроса на алмазы и отказа компании от аукционных продаж продукции в пользу реализации по контрактам для поддержания уровня цен. На этом фоне показатель EBITDA снизился на 69.7% кв/кв до 6.8 млрд руб., рентабельность EBITDA упала до 22.4%.

Основные финансовые показатели, млн руб.

	4к'11	кв/кв	3к'11	г/г	4к'10	2011	г/г	2010
Выручка	30 417	-26.1%	41 168	+31.9%	23 061	137 732	+21.5%	113 394
Операционная прибыль	(3 595)		19 294		3 419	47 263	+74.2%	27 138
рентабельность, %	-11.8%	-58.7 пп	46.9%	-26.6 пп	14.8%	34.3%	+10.4 пп	23.9%
EBITDA	6 826	-69.7%	22 513	+21.0%	5 640	65 217	+87.3%	34 814
рентабельность, %	22.4%	-32.2 пп	54.7%	-2.0 пп	24.5%	47.4%	+16.6 пп	30.7%
FFO	1 146	-94.3%	20 186	-20.6%	1 444	45 938	+176.2%	16 635
рентабельность, %	3.8%	-45.3 пп	49.0%	-2.5 пп	6.3%	33.4%	+18.7 пп	14.7%
Чистая прибыль	(8 870)		9 261		799	26 658	+126.1%	11 788
рентабельность, %	-29.2%	-51.7 пп	22.5%	-32.6 пп	3.5%	19.4%	+9.0 пп	10.4%
Активы	240 964	-6.2%	256 785	+8.3%	222 427	240 964	+8.3%	222 427
Собственные средства	113 097	-7.8%	122 641	+22.1%	92 610	113 097	+22.1%	92 610
Долгосрочный долг	75 529	+1.5%	74 381	-15.2%	89 021	75 529	-15.2%	89 021
Краткосрочный долг	20 024	-39.5%	33 102	+54.7%	12 944	20 024	+54.7%	12 944
Чистый долг	83 539	-1.4%	84 734	-14.6%	97 829	83 539	-14.6%	97 829
Чистый долг/EBITDA LTM	1.28x	-0.04x	1.32x	-1.53x	2.81x	1.28x	-1.53x	2.81x
FFO LTM/Чистый долг	55.0%	+0.7 пп	54.3%	+38.0 пп	17.0%	55.0%	+38.0 пп	17.0%
EBITDA/Проценты	4.26x	-7.25x	11.50x	+1.39x	2.87x	9.06x	+5.54x	3.52x

Источник: отчетность по МСФО, расчеты Росбанка

По итогам года Алроса продемонстрировала рост выручки на 21.5% до 137.7 млрд руб. благодаря увеличению средней цены алмазов на 53% до \$129.5/карат при снижении объемов реализации алмазов до 32.9 млн карат с

39.5 млн карат в 2010 г., когда компания распродала ранее накопленные запасы. Показатель EBITDA в 2011 г. показал рост на 87.3% до 65.2 млрд руб. как за счет благоприятной ценовой конъюнктуры, так и снижения себестоимости производства. Неудивительно, компания показала рекордный уровень рентабельности EBITDA в 47.4%.

Чистый долг компании незначительно сократился в 4к'11 до 83.5 млрд руб., показатель Чистый долг/EBITDA продолжил снижение и составил 1.28х против 1.32х в 3к'11 и 2.81х на конец 2010 г. Инвестиции компании на поддержание и развитие рудников в 2011 г. составили 21.4 млрд руб., что не помешало Алросе получить значительный чистый денежный поток в размере 20.7 млрд руб.

После отчетной даты компания выкупила газовые активы у Группы ВТБ на средства, полученные от размещения еврокоммерческих векселей на сумму 30.3 млрд руб. Таким образом, по состоянию на май 2012 г. краткосрочные обязательства компании выросли до \$1.4 млрд, долг превысил \$4 млрд. Помимо этого, компания планирует выплатить 7.4 млрд руб. в виде дивидендов по итогам 2011 г., что потребует оттока ликвидности и негативно скажется на кредитном профиле.

На рынке еврооблигаций бумаги компании торгуются с дисконтом к выпускам более сильной по кредитным метрикам и рейтингам Северстали (Ba2/BB/BB-). На рынке рублевого долга кривая Алросы характеризуется спредом 145-165 бп к ОФЗ, что, на наш взгляд, является недостаточным уровнем компенсации за риск компании.

- **X5 Retail Group (B2/B+/-) показала неоднозначные результаты в 1к'12**

Выручка X5 в 1к'12 составила \$3.87 млрд, увеличившись на 0.7% г/г (в рублевом выражении выручка превысила 117 млрд, показав рост на 4.1% г/г). В то же время, компания увеличила валовую рентабельность до 24.5% против 23.8% годом ранее за счет улучшения продуктовой линейки и изменения соглашений с поставщиками. Показатель EBITDA оказался лишь немного выше уровня 1к'11 и составил \$283 млн, рентабельность EBITDA сохранилась на отметке 7.3%. Также необходимо отметить увеличение общих и административных расходов в отношении к выручке с 20.4% до 21.2% г/г на фоне активного открытия магазинов во 2п'11, которое пока не полностью отражено в выручке. Компания ожидает увидеть снижение в уровне общих и административных издержек в течение оставшейся части года.

Чистый долг X5 увеличился на 18.2% за квартал до \$3.8 млрд, что отчасти объясняется укреплением рубля. Отношение скорректированного на обязательства по операционному лизингу чистого долга к EBITDAR поднялось до 4.88х. Капитальные вложения в 1к'12 составили \$174 млн вместе с отрицательным потоком от операционной деятельности в размере \$77 млн, полученным за счет сезонных инвестиций в оборотный капитал (снижение кредиторской задолженности), привели к отрицательному денежному потоку.

Несмотря на слабые результаты роста выручки в 1к'12, по итогам года компания ожидает увеличения показателя на 15-20% при рентабельности EBITDA не ниже 7%. По нашему мнению, прогноз не выглядит неосуществимым. Что касается возможной покупки сети Холидей Классик, менеджмент не раскрыл никаких подробностей.

Основные финансовые показатели, \$ млн

	1к'12	кв/кв	4к'11	г/г	1к'11	2011	г/г	2010
Выручка	3 871	-2.4%	3 965	+0.7%	3 845	15 455	+37.0%	11 280
Операционная прибыль	171	-28.3%	238	-2.1%	175	702	+28.8%	545
рентабельность, %	4.4%	-1.6 пп	6.0%	-0.1 пп	4.5%	4.5%	-0.3 пп	4.8%
EBITDAR	427	-17.8%	520	+0.5%	425	1 725	+29.9%	1 328
рентабельность, %	11.0%	-2.1 пп	13.1%	-0.0 пп	11.1%	11.2%	-0.6 пп	11.8%
EBITDA	283	-19.5%	351	+0.7%	281	1 111	+20.4%	923
рентабельность, %	7.3%	-1.5 пп	8.9%	+0.0 пп	7.3%	7.2%	-1.0 пп	8.2%
FFO	163	-35.6%	253	-16.1%	194	750	+19.7%	627
рентабельность, %	4.2%	-2.2 пп	6.4%	-0.8 пп	5.1%	4.9%	-0.7 пп	5.6%
Чистая прибыль	66	-50.5%	134	-31.6%	97	302	+11.4%	271
рентабельность, %	1.7%	-1.7 пп	3.4%	-0.8 пп	2.5%	2.0%	-0.4 пп	2.4%
Активы	9 449	+7.3%	8 810	+3.6%	9 119	8 810	+0.5%	8 764
Собственные средства	2 480	+12.9%	2 196	+8.0%	2 296	2 196	+7.3%	2 047
Долгосрочный долг	2 906	+7.7%	2 698	-9.3%	3 204	2 698	-15.1%	3 180
Краткосрочный долг	1 094	+19.5%	915	+83.8%	595	915	+79.6%	510
Чистый долг	3 792	+18.2%	3 209	+3.6%	3 661	3 209	-6.1%	3 417
Чистый долг/EBITDA LTM	3.41x	+0.52x	2.89x	-0.26x	3.67x	2.89x	-0.81x	3.70x
Чистый долг a dj/EBITDAR LTM	4.88x	+0.17x	4.71x	-0.82x	5.70x	4.71x	-0.30x	5.01x
FFO LTM/Чистый долг	19.0%	-4.4 пп	23.4%	+0.4 пп	18.6%	23.4%	+5.0 пп	18.3%
FFO LTM a dj/Чистый долг a dj	9.7%	-4.6 пп	14.3%	+0.3 пп	9.4%	14.3%	+0.8 пп	13.5%
EBITDAR/Проценты	3.35x	-0.69x	4.04x	-0.13x	3.48x	3.49x	-1.47x	4.95x

Источник: отчетность по МСФО, расчеты Росбанка

Облигации компании характеризуются низкой ликвидностью 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 Королёв VKorolev@rosbank.ru +7 (495) 234-0986	Вера Шаповаленко VShapovalenko@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 Малавкин PVMalvavkin@rosbank.ru +7 (495) 725-5713	Евгений Курочкин evgeniy.kurochkin@socgen.com +7 (495) 725-57-44	Ирина Балькина IBalkina@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 DBorisov@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 ASychev@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