

Брифинг **ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ**

Приложение доступно по [ссылке](#)

Ревью предыдущего дня

- **Рисковые активы закрылись разнонаправлено.** Следуя политическим противостоянием в Европе вокруг механизма ESM, рисковые активы не торопятся выбирать направление. Игнорируя слабые данные из США, ключевые фондовые индексы замерли в ожидании сегодняшней статистики. Но «безрисковые» доходности продолжили штурмовать минимумы (UST'10 1.56%, -6 бп, GE'10 1.2%, -7 бп).
- **Евробонды продолжили стремительное движение вниз.** Следуя нисходящему ценовому тренду, формируемому европейскими долговыми проблемами и подкрепляемому в моменте коррекцией нефти, российские евробонды прибавили вчера в доходности 5-7 бп по всему спектру инвестиционных и спекулятивных бумаг. Премия CDS не нашла уверенности и продолжила расширяться (+12 бп, 267 бп).
- **Безальтернативная сессия: рублю не оставили шансов.** Сползая к новым уровням, рубль перешел в отвесное падение после выхода слабой статистики из США (корзина: 37.05; +77 коп.). Еще более сильным оказалось падение рубля против USD (-2.15%), под влиянием падения пары EURUSD и Brent. Сохраняя фундаментальный оптимизм, сегодня мы можем увидеть очередные распродажи рубля, триггером которым может стать свежая порция статданных из-за рубежа.
- **Активность в секторе ОФЗ пошла на убыль, однако продавцы не отступают.** Ажиотаж со стороны продавцов не ослаб: очередные попытки позитивного открытия дали слабину из-за сильных девальвационных движений рубля. В результате, последующий рост ставок NDF и ХССУ (+10-15 бп) вытолкнул доходности наиболее «ходовых» ОФЗ на сопоставимую величину.

Макроэкономика

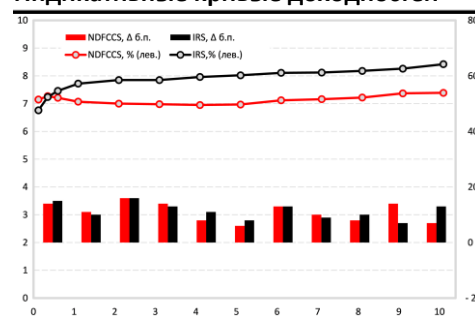
- **PMI производственного сектора.** Неожиданный рост деловой уверенности, поддерживаемый внутренним спросом.

Корпоративные новости

- **АФК Система.** Результаты по МСФО за 1к'12: умеренная динамика операционных показателей, увеличение долговой нагрузки.
- **ТМК.** Неплохие результаты за 1к'12: спрос на нефтяные трубы в России позволил восстановить рентабельность.

Основные события дня

Индикативные кривые доходностей



Источник: Bloomberg, ММВБ, Росбанк

Ключевые индикаторы рынка

	Посл. знач	Δ день	Δ нед.
UST'10Y, %	1.56	-6.42	-21.96
BUND'10Y, %	1.20	-6.90	-19.10
LIBOR'3М, %	0.47	+0.00	+0.00
Россия'30Y, %	4.31	+5.30	+14.70
MosPrime'ON, %	6.89	+20.00	+108.00
iTraxx Xover, б.п.	719.20	-0.03	-0.51
EMBI+Sov, б.п.	419.24	+17.46	+33.00
Россия'5Y CDS, б.п.	267.88	+11.96	+22.03
Коррсчета, млрд. руб.	595.60	+15.30	-58.90
Депозиты, млрд. руб.	112.20	+19.10	+24.10
Операции с ЦБ, млрд. руб.	-272.60	+37.70	-197.80
Dow Jones	12 393.45	-0.21	-1.10
S&P500	1 310.33	-0.23	-0.79
PTC	1 242.43	-2.63	-3.62
ММВБ	1 305.84	-0.19	+1.64
Золото, \$/тр. унц.	1 566.90	+0.14	+0.17
Нефть Urals, \$/барр.	99.81	-0.84	-4.96
Руб./\$	33.50	+2.16	+5.17
Руб./Корзина	37.07	+2.06	+4.37

Источник: Bloomberg, Банк России, Росбанк

Показатель	Страна	Период
Изменение занятости в несельскохозяйственном секторе	США	Май
Индикаторы деловых настроений PMI	Россия, Китай	Май
Деловые настроения (ISM) в промышленном секторе	США	Май

Ревью предыдущего дня

- **Рисковые активы закрылись разнонаправлено**

Основная порция вчерашней статистики так и не воодушевила рынки рискованных активов на отскок от достигнутых уровней. Ее негативный тон, тем не менее, не привел к еще более острым падениям. Американские данные по занятости от компании ADP не смогли преодолеть консенсус, создав повод для сомнений в отношении сегодняшних ключевых данных по рынку труда несельскохозяйственного сектора. Кроме того первичная оценка результатов ВВП за первый квартал 2012 года была скорректирована вниз. В результате, американские биржевые индексы торговались в слабом минусе от уровней четверга (S&P 500 -0.2%), а европейские и вовсе закрылись в легком плюсе (Euro Stoxx 50 +0.1%).

Несмотря на традиционно обильный поток статистических релизов на рубеже месяца, настроения рискованных активов остаются во власти европейского кризиса. Наиболее актуальной, в текущий момент, остается риторика диалога между странами-лидерами Еврозоны относительно механизмов действия фонда ESM. Накануне в диалог между странами включилась Еврокомиссия, предлагая расширить полномочия фонда ESM и позволить прямую (в обход государственного уровня) рекапитализацию европейских банков и начать выпуск единых евробондов. Позиция Еврокомиссии вчера была подкреплена итальянским премьер-министром Марио Монти и позицией главы ЕЦБ Драги, однако Германия непреклонно сохраняет паритет. На фоне этой политической игры единая европейская валюта продолжила «штормовать» новые уровни, подогревая спрос на «безрисковые» активы. Доходность UST'10 упала вчера на 6 бп до 1.56%, а GE'10 на 7 бп до 1.2%. Товарные рынки пытаются развиваться в ключе альтернативных сценариев, однако укрепляющиеся позиции USD и рост американских запасов нефти не оставляют шансов Brent (-1.54%) и золоту (+0.13%), толкая индекс CRB вниз (-0.76%).

На статистическом фронте в центре внимания сегодня находится индикатор занятости в несельскохозяйственном секторе экономики США. Хотя основные сомнения концентрируются относительно уровней показателя против консенсуса, на наш взгляд, более важным с точки зрения дополнительных стимулов будет реакция (активная или пассивная) монетарных властей США. Соответственно, более слабые данные могут повысить шансы на QE от ФРС в ближайшие месяцы. Помимо данных по труду, волатильность в течение дня будут подогревать индикаторы деловых ожиданий в промышленности стран Еврозоны и США. Китай уже успел продемонстрировать падение этого показателя практически до рубежных уровней (50 пунктов).

- **Евробонды продолжили стремительное движение вниз**

Резкое падение нефтяных котировок днем ранее поддержало негативные настроения в российских евробондах, формируемое уходом покупательного спроса из рискованных сегментов европейского долгового рынка. Несмотря на небольшое восстановление котировок в бумагах суверенных периферийных государств, спрос на защитные Bunds не встретил ощутимого сопротивления: доходность бенчмарка GE'10 в итоге достигли отметки 1.20% (-7 бп). В то же время суверенные кредитные премии по всему спектру европейских и развивающихся стран продолжили расширение. Премия CDS России на фоне

остальных сохранила лидирующие темпы – 267 бп, +12 бп. Доходности государственных евробондов в этой связи поднялись на среднем и дальнем участках на 5-6 бп: RUSSIA 04/22 (4.27%, +2 бп), RUSSIA 03/30 (4.31%, +5 бп). В корпоративном секторе сохранилось сопоставимое давление на бенчмарки инвестиционного и спекулятивного сегментов бумаг. В группе высококачественных бумаг продавцы сосредоточились на дальнем конце кривой доходности Газпрома (+4-7 бп по доходности), Лукойла (+5-6 бп) и ТНК-ВР (+5-10 бп). Банковские «голубые фишки» ограничились умеренным пессимизмом: Сбербанк (+2-3 бп), Россельхозбанк (+3-5 бп), ВТБ (до +3 бп). В числе спекулятивных аутсайдеров остались длинные бенчмарки Вымпелкома (+10 бп), Северстали (+15 бп) и Евраза (+4-5 бп).

- **Безальтернативная сессия: рублю не оставили шансов**

Вчерашняя сессия на валютном рынке прошла под знаком провала рублевых котировок: безальтернативное падение пары EURUSD на forex и устойчивый спрос на USD со стороны локальных игроков сперва оттеснили корзину к уровню 36.50, а потом и вовсе «вытолкнули» за пределы психологического уровня 37.00 (37.05, +77 коп.). Весь накопившийся на протяжении налогового периода негатив, сопровождаемый коррекцией нефти на фоне ускоренного роста запасов в США, подкрепился вчера слабой американской статистикой по рынку труда и пересмотренными вниз данными ВВП за первый квартал 2012 года и вылился в падение рубля против USD более чем на два процента (33.50, +2.15%).

На сегодняшнем открытии уже китайские деловые настроения в промышленности продолжили толкать нефть вниз и вместе с ней рубль (37.30). Однако данные PMI в Китае, России и Европейских странах – только вершина айсберга. Главным триггером (точнее, весомым депрессивным фактором) для настроений обещает стать отчет бюро статистики труда США по занятости в несельскохозяйственном секторе: несмотря на замедляющиеся позитивные тенденции на рынке труда США в последние месяцы рыночный консенсус по этому показателю выглядит слишком оптимистичным, что также подтверждается прогнозами наших американских коллег. Таким образом, игнорируя фундаментальную перепроданность рубля и небольшой потенциал снижения нефтяных котировок, сегодня мы рискуем увидеть повторение вчерашних движений. Однако в ближайшей перспективе мы рассчитываем увидеть неплохую восстановительную коррекцию рубля против USD и корзины.

- **Активность в секторе ОФЗ пошла на убыль, однако продавцы не отступают**

Очередные попытки начать день с позитивного движения в сегменте ОФЗ не увенчались успехом из-за обострения депрессивных ожиданий в отношении национальной валюты, продолживших толкать ставки валютных и процентных свопов на 10-15 бп вверх. В результате, по итогам закрытия торгов наиболее ликвидные выпуски ОФЗ (дюрация 4-7 лет) подскочили в доходности на 10-15 бп. Корпоративные бумаги, напротив, завершили день в небольшом плюсе, однако торги продолжили концентрироваться в ограниченном круге отраслевых бенчмарков. Банковские фишки (ВТБ, Росбанк, Юникредит) потеряли в доходности до 30 бп. Нефтегазовые бумаги (преимущественно выпуски Лукойла) как и лидеры инфраструктурного сегмента (ФСК и РЖД) потеряли в доходностях до 10 бп. Во втором эшелоне движения были видны по узкому кругу металлургов (бумаги Северстали, Металлоинвеста потеряли в доходностях 10-15 бп) и телекомов (Вымпелком +7/-8 бп).

Ситуация с ликвидностью остается достаточно напряженной. Несмотря на исчерпывающие лимиты ЦБР (вчера банки взяли 340 млрд руб. под 5.46%, сегодня лимит слегка расширен до 370 млрд руб.), некоторые участники сохранили достаточно агрессивную позицию на межбанковском рынке. Несмотря на достаточно «жесткие» котировки (овернайт 5.75/6.75%), уже на следующей неделе мы ожидаем ослабление напряжения по мере возврата средств в систему через бюджетные каналы.

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

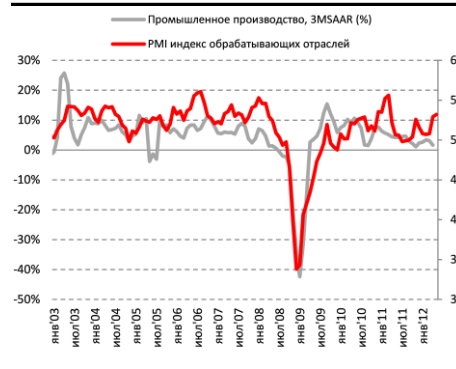
Макроэкономическая статистика

Пятница, 1 июня

Показатель	Период	Значение	Предыдущий период	Опрос	Прогноз Росбанка
PMI индикатор	май	53.2	52.9	-	-

PMI производственного сектора. Вследствие сохраняющегося уже восьмой месяц подряд роста объемов новых заказов индекс PMI вырос до 53.2 баллов после 52.9 баллов месяцем ранее. Как отмечают аналитики Markit, наиболее ярко выраженный рост был зафиксирован в отраслях ориентированных на внутренний рынок. Таким образом, устойчивая динамика потребительской активности и внутреннего спроса в целом продолжает поддерживать рост промышленности. В то же время уже начинающиеся проявляться признаки замедления потребительской активности, вызванные ростом склонности населения к сбережению, и слабость внешнего спроса, скорее всего, продолжат оказывать сдерживающее влияние на производственную активность.

Динамика показателей промышленного производства



Источник: Росстат, Markit, Росбанк

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

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

Корпоративные новости

Финансовые результаты: АФК Система

- АФК Система (Ваз/ВВ/ВВ-) опубликовала отчетность по US GAAP за 1к'12

Выручка компании в 1к'12 выросла на 9.3% г/г, снизившись на 5.5% кв/кв до \$7.9 млрд. Динамика доходов в первую очередь определена относительно слабыми показателями Башнефти, выручка которой увеличилась на 12.6% г/г и упала на 3.9% кв/кв (см. Брифинг от 30 мая). Выручка МТС была достаточно стабильна (+2.7% г/г, +1.1% кв/кв, подробнее см. Брифинг от 22 мая). Из «Развивающихся активов», наибольшее влияние на изменение доходов оказала

РТИ, выручка которой за 1к'12 составила \$477 млн, на 24.8% больше чем в 1к'11, но на 37.7% ниже предыдущего квартала, что в первую очередь объясняется сезонностью бизнеса компании.

Показатель EBITDA составил \$1 962 млн, увеличившись на 14.7% г/г. Относительно стабильные уровни рентабельности в портфеле «Базовых активов», а также снижение операционных убытков индийской SSTL, позволило достичь рентабельности EBITDA 24.8%.

Основные финансовые показатели, \$ млн

	1к2012	г/г	1к2011	кв/кв	4к2011
Выручка	7 920	+9.3%	7 243	-5.5%	8 378
Операционная прибыль	1 189	+28.6%	925	+301.5%	296
рентабельность, %	15.0%	+2.2 пп	12.8%	+11.5 пп	3.5%
EBITDA	1 962	+14.7%	1 710		
рентабельность, %	24.8%	+1.2 пп	23.6%		
Чистая прибыль	771	+114.6%	359		(456)
рентабельность, %	9.7%	+4.8 пп	5.0%	+15.2 пп	-5.4%
Активы	47 331	+2.9%	46 010	+7.8%	43 902
Собственные средства	15 614	+1.4%	15 401	+13.9%	13 706
Долгосрочный долг	12 516	+3.3%	12 119	+4.2%	12 013
Краткосрочный долг	4 235	+9.1%	3 883	-3.7%	4 397
Чистый долг	15 171	+10.3%	13 750	+12.5%	13 486
Чистый долг/EBITDA LTM	2.09x	+0.15x	1.94x	+0.44x	1.65x
EBITDA/Проценты	5.56x	+2.12x	3.44x	+5.56x	

Источник: предварительные результаты по US GAAP, расчеты Росбанка

Чистый долг компании за квартал вырос на 12.5% до \$15.2 млрд, что привело к увеличению долговой нагрузки до 2х по соотношению Чистый долг/EBITDA. Мы ожидаем сохранения показателя вблизи данного уровня в среднесрочной перспективе.

На данный момент облигации компании с дюрацией до года торгуются со спредом 180-200 бп к кривой ОФЗ, более длинный выпуск Система 03/16 – 100-120 бп. По нашему мнению облигации Системы переоценены и не выглядят привлекательно для покупки на текущих уровнях.

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

Финансовые результаты: ТМК

- ТМК (B1/B+/-) опубликовала отчетность по МСФО за 1к'12

Несмотря на сокращение объемов реализации труб на 1% кв/кв и 5% г/г вследствие снижения спроса на ТБД, выручка, тем не менее, благодаря росту средней цены на трубы и объемов продаж бесшовных труб нефтегазового назначения (OCTG) в России составила \$1.7 млрд, показав рост на 3.5% кв/кв и падение лишь на 0.6% г/г. Выручка американского дивизиона осталась на уровне 4к'11, европейского – увеличилась на 11.7%. Показатель EBITDA на фоне снижения затрат и улучшения сортамента продукции восстановился почти до уровня 1к'11 и составил \$276 млн, увеличившись на 24.0% кв/кв. Рентабельность по EBITDA возросла до 16.6% с 13.9% в 4к'11.

Основные финансовые показатели, \$ млн

	1к'12	кв/кв	4к'11	г/г	1к'11	2011	г/г	2010
Выручка	1 659	+3.5%	1 602	-0.6%	1 669	6 754	+21.1%	5 579
Операционная прибыль	204	+55.8%	131	-4.0%	213	684	+14.1%	600
рентабельность, %	12.3%	+4.1 пп	8.2%	-0.4 пп	12.8%	10.1%	-0.6 пп	10.8%
EBITDAR	282	+23.5%	228	-5.4%	298	1 068	+11.5%	958
рентабельность, %	17.0%	+2.7 пп	14.3%	-0.9 пп	17.9%	15.8%	-1.4 пп	17.2%
EBITDA	276	+24.0%	223	-5.6%	292	1 044	+11.4%	937
рентабельность, %	16.6%	+2.8 пп	13.9%	-0.9 пп	17.5%	15.5%	-1.3 пп	16.8%
FFO	194	+33.4%	145	-6.0%	206	660	+14.4%	577
рентабельность, %	11.7%	+2.6 пп	9.1%	-0.7 пп	12.3%	9.8%	-0.6 пп	10.3%
Чистая прибыль	105	-0.5%	106	+1.2%	104	385	+269.6%	104
рентабельность, %	6.4%	-0.3 пп	6.6%	+0.1 пп	6.2%	5.7%	+3.8 пп	1.9%
Активы	7 615	+6.8%	7 132	+3.3%	7 371	7 132	+3.9%	6 862
Собственные средства	2 082	+14.1%	1 825	+12.5%	1 850	1 825	+13.6%	1 607
Долгосрочный долг	2 944	-7.6%	3 188	-16.1%	3 509	3 188	+0.6%	3 170
Краткосрочный долг	976	+62.9%	599	+87.9%	520	599	-14.6%	702
Чистый долг	3 697	+4.1%	3 552	-3.8%	3 844	3 552	-4.0%	3 702
Чистый долг/EBITDA LTM	3.60x	+0.19x	3.40x	-0.15x	3.75x	3.40x	-0.55x	3.95x
Чистый долг adj/EBITDAR LTM	3.65x	+0.19x	3.46x	-0.14x	3.79x	3.46x	-0.54x	4.00x
FFO LTM/Чистый долг	17.5%	-1.1 пп	18.6%	-0.3 пп	17.8%	18.6%	+3.0 пп	15.6%
FFO LTM adj/Чистый долг adj	17.3%	-1.0 пп	18.3%	-0.3 пп	17.6%	18.3%	+2.9 пп	15.4%
EBITDA/Проценты	3.57x	+0.32x	3.25x	-0.04x	3.61x	3.45x	+1.27x	2.18x

Источник: отчетность по МСФО, расчеты Росбанка

Чистый долг ТМК вырос на 4.1% за квартал в результате укрепления рубля и достиг \$3.7 млрд. Долговая нагрузка по показателю Чистый долг/EBITDA LTM поднялась до 3.60x. Компания получила FCF размере \$40 млн, потратив при этом \$97 млн на реализацию своей инвестпрограммы.

По прогнозам компании, результаты 2к'12 окажутся на уровне 1к'12 под влиянием устойчивого спроса на ОСТГ и линейные трубы на основных рынках ТМК. В то же время, подобная динамика не предполагает существенного снижения долговой нагрузки. Последнее, по нашему мнению, возможно только в случае восстановления спроса на ТБД в России.

На российском рынке облигации компании характеризуются низкой ликвидностью. На рынке еврооблигаций выпуск компании TRUBRU 01/18 за май потерял в цене 4.4% и торгуется с доходностью около 9.4%.

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 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 Балыкина IBalvkina@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 DI Borisov@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