

# Ежедневный обзор долговых рынков от 26 марта 2012 г.

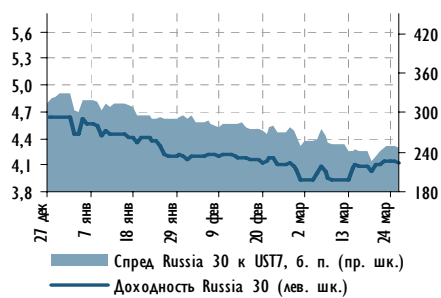


## Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	Изменение, %
		День	к нач. года
<b>Валютный рынок</b>			
EUR/USD	1,327 ▲	0,5%	2,4%
USD/RUB	29,27 ▼	-0,6%	-8,9%
Корзина валют/RUB	33,57 ▼	-0,3%	-7,9%
<b>Денежный рынок</b>			
Корсчета, млрд руб.	612,4 ▼	-82,1	-535,0
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	113,1 ▼	-2,0	-95,6
MOSPRIME о/п	5,3 ▼	0,0	-0,4
3M-MOSPRIME	6,7 ■	0,0	-0,5
3M-LIBOR	0,47 ▼	0,0	-0,1
<b>Долговой рынок</b>			
UST-2	0,35 ▼	0,0	0,1
UST-10	2,23 ▼	0,0	0,4
Russia 30	4,13 ▼	0,0	-0,5
Russia 5Y CDS	178 ▲	3,6	-97,1
EMBI+	315 ▲	5	-61
EMBI+ Russia	238 ▲	3	-83
<b>Товарный рынок</b>			
Urals, долл./барр.	122,75 ▲	1,9%	16,1%
Золото, долл./унц.	1661,9 ▲	1,0%	6,3%
<b>Фондовый рынок</b>			
PTS	1 668 ▲	0,9%	20,7%
Dow Jones	13 081 ▲	0,3%	7,1%
Nikkei	10 011 ▼	-1,1%	18,4%

Источник: Bloomberg

## Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

## Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

## РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- ▶ Прошлую неделю основные фондовые индексы завершили в небольшом плюсе, DJIA и S&P 500 прибавили в пределах 0,3%, не фокусируясь на слабых данных по продажам новых домов в феврале и пересмотре вниз данных за январь. Похоже, инвесторы не готовы отказываться от веры в возможное ускорение темпов роста американской экономики после серии неплохих данных по рынку труда. На этой неделе выходят важная статистика по доходам и расходам населения (30 марта), а также по заказам товаров длительного пользования (28 марта). Сильные ожидания экспертов были опубликованы в прошедшую пятницу. Доходность UST10 снизилась до 2,23% (-5 б.п.).
- ▶ Курсу евро удалось по итогам недели показать небольшой рост до 1,327 долл. на фоне улучшения отношения инвесторов к риску стран европейской периферии. Например, спред испанских 10-летних бондов к Bunds сузился до 347 б.п. (-7 б.п.) доходность достигла 5,33%. Возможно, поддержку оказал наметившейся прогресс в переговорах по расширению размера европейского фонда(ов) стабильности до 940 млрд евро. Данная тема должна быть центральной и возможно завершится встречей министров финансов ЕС пятницу.
- ▶ В пятницу российские еврооблигации смотрелись «лучше рынка»: суверенный EMBI+ спред расширился на 5 б.п. до 315 б.п., тогда как российский EMBI+ спред – на 3 б.п. до 238 б.п. Возможно, поддержку российским бондам оказывает презентация суверенного выпуска, которая должна завершиться на этой неделе. Согласно информации Bloomberg, RUSSIA 30 (YTM 4,13%) прибавила менее 1 п.п., спред к UST10 расширился до 190 б.п. (+6 б.п.), а суверенный 5Y CDS-спред прибавил 4 б.п. до 178 б.п.
- ▶ Рубль начал день с укрепления, однако после обеда курс корзины практически вернулся на уровни предыдущего закрытия (33,67 руб.), завершив торги на отметке 33,63 руб. (поддержку в последние часы оказал рост цен на нефть). На фоне довольно волатильной динамики ставки трех- и шестимесячные NDF выросли на 10 б.п., по годовому контракту – на 5 б.п.
- ▶ В ОФЗ, между тем, можно было наблюдать выборочные покупки после продаж, преобладавших в предыдущие дни: 15-летний 26207 и 9-летний 26205 прибавили 10–20 б.п., 6-летний 26204 – 5 б.п.

## ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

- ▶ **РЖД (BBB/Baa1/BBB)** разместились под 8,3% - есть потенциал роста

## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ Неделя обещает быть жаркой

## ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ▶ **Магнит (NR)** представил хорошую отчетность за 2011 год по МСФО; нейтрально для облигаций
- ▶ En+ обсуждает покупку пакета Норникеля у Русала (NR) – нейтрально на данном этапе

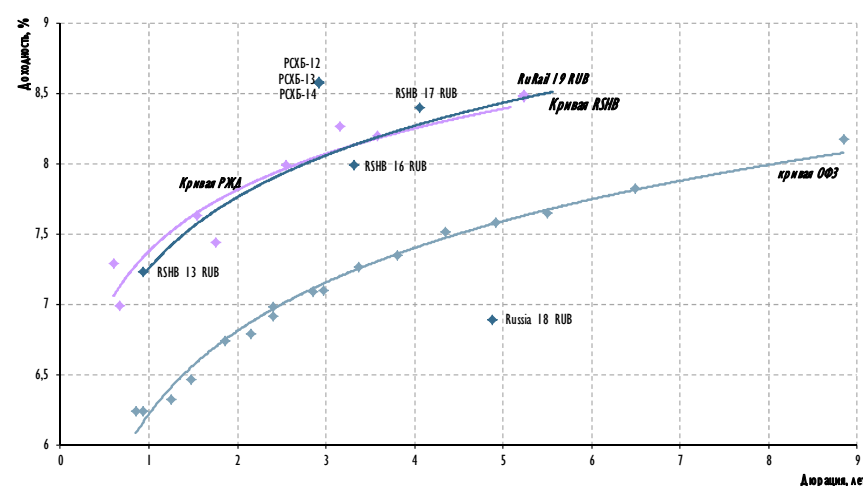
## СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- ▶ **Россия:** уплата акцизов и НДС
- ▶ **США:** данные по рынку недвижимости (18:00 мск)

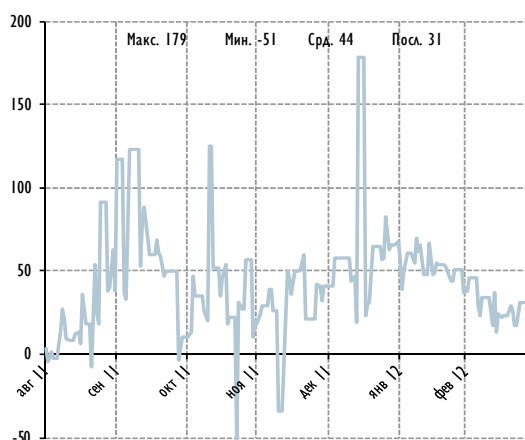
**РЖД (BBB/Baa1/BBB) разместились под 8,3% - есть потенциал роста**

РЖД в пятницу закрыли книгу заявок по размещению рублевого выпуска еврооблигаций с купоном 8,3% (изначально ориентир составлял 8,5%, потом был понижен до 8,375%). Было размещено бумаг на 25 млрд руб. при спросе в 40 млрд руб. (1,6x bid-to-cover). По словам представителя организатора, которые приводит Интерфакс, по 20% выпуска приобрели инвесторы из США и Великобритании, 25% – Европа и Швейцария, российские инвесторы – менее 25%.

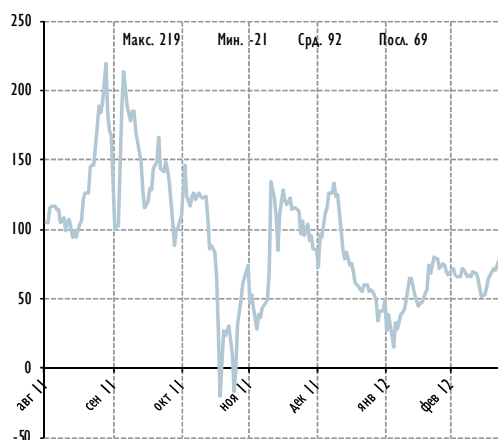
Доходность нового выпуска в итоге составила чуть менее 8,5% – бумага «лежит на кривой» рублевых евробондов РСХБ, а также примерно соответствует уровню экстраполированной локальной кривой РЖД. Как мы уже писали в нашей оценке предстоящего выпуска (см. Ежедневный обзор долговых рынков от 23/03/2012), такое позиционирование оставляет потенциал для роста бумаги, учитывая, что на локальном рынке выпуски РЖД котируются с дисконтом к РСХБ (в частности, в пятницу длинные серии РСХБ-12, 13, 14 по котировкам на продажу торговались на уровне 8,3–8,5%@ Июль 2015, РЖД-11, РЖД-16 – на уровне 8,2% при большей дюрации), а также принимая во внимание дисконт рублевого выпуска суверенных евробондов к кривой ОФЗ за различия в инфраструктуре.

**Рублевый евробонд РЖД на фоне других рублевых выпусков евробондов и рублевых облигаций:**

Источник: Bloomberg

**Спред РСХБ-12 к РЖД-11, б.п.**

Источник: Bloomberg

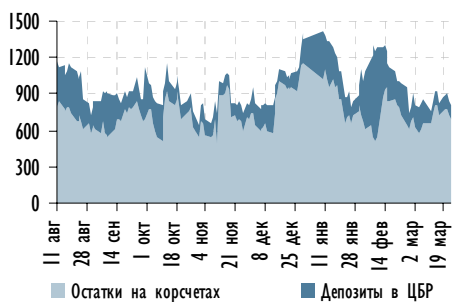
**Спред Russia 18 RUB к ОФЗ-26204, б.п.**

Источник: Bloomberg

Яков Яковлев  
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru  
+7 (495) 988 24 92

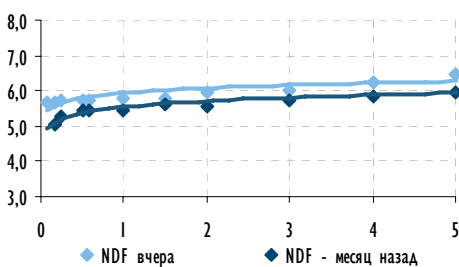
## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

## Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

## Ставки по беспоставочным форвардам на руб./долл. (NDF)



Источник: Bloomberg

## Неделя обещает быть жаркой

В пятницу денежный рынок не испытывал серьезных колебаний. Так, в рамках 1-дневного аукционного РЕПО с ЦБ российские банки привлекли 58,3 млрд руб. (против 88,5 млрд руб. в четверг и 135,8 млрд руб. в среду). Ставка кредитов о/п под залог облигаций на ММВБ опустилась до 5,31% годовых (против 5,43% в четверг). Чистая ликвидная позиция банков на сегодняшнее утро составила, по нашим подсчетам, -136,4 млрд руб. (против -99,0 млрд руб. накануне).

Вместе с тем уже сегодня с утра банки 1-го круга выставляют заявки на кредиты о/п в широком и достаточно высоком диапазоне 4,75–6,00% годовых. Объяснение, видимо, скрывается в предстоящих сегодня платежах по акцизам и НДС; в среду банкам также предстоит осуществить выплаты по налогу на прибыль.

Обратим отдельное внимание на то, что Минфин опубликовал проекты документов, определяющих порядок отбора банков на заключение с Пенсионным фондом России (ПФР) договоров банковского депозита, порядок заключения таких договоров, а также механизм расчета лимита для размещения средств. По сути, отечественные банки стали еще на шаг ближе к новому источнику фондирования (прежде представители ПФР заявляли о том, что первое размещение средств фонда на банковские депозиты может состояться летом т.г., – данные Интерфакса).

Напомним, что требования к кредитным организациям, имеющим право привлекать средства ПФР, аналогичны требованиям к банкам, привлекающим временно свободные средства Минфина в депозиты. В частности, необходимо иметь рейтинг от международных агентств не ниже ВВ-/Вa3, иметь регулятивный капитал не менее 5 млрд руб., а также соответствовать ряду других критериев.

Юрий Тулинов  
Yury.Tulinov@gazprombank.ru  
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 17)

## КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Магнит  
S&P/Moody's/Fitch

NR

## Магнит представил хорошую отчетность за 2011 год по МСФО; нейтрально для облигаций

**Новость.** В пятницу крупнейший по количеству магазинов отечественный ритейлер «Магнит» представил прошедшие аудит консолидированные финансовые результаты деятельности за 2011 год по МСФО, а также провел телеконференцию для инвесторов. Ранее – в конце января – компания уже публиковала основные неаудированные финансовые результаты (см. Ежедневный обзор долговых рынков от 31 января 2012 г.).

**Комментарий.** Прошедшие аудит данные по доходам Магнита (выручка, EBITDA, чистая прибыль) слабо отличаются от представленных в январе – и оцененных нами как достаточно сильные – неаудированных показателей. Как следствие, для нас основную ценность в отчетности представляют данные по денежным потокам компании и долговой нагрузке на нее.

Магнит завершил прошлый год с отрицательным свободным денежным потоком на уровне -759,1 млн долл. при этом во 2П11 показатель составил -214,5 млн долл. против -544,5 млн долл. в 1П11 (объясняется в том числе высвобождением оборотного капитала). В ходе телеконференции руководство компании выразило амбициозную надежду на то, что «на следующий год наши капитальные затраты будут соответствовать нашему денежному потоку» при прогнозе капитальных затрат на 2012 г. в 1,2–1,4 млрд долл. (заметим, что в последние годы свободный денежный поток компании был отрицательным, см. таблицу ниже).



## Основные финансовые показатели Магнита по МСФО, млн долл.

	2008	2009	2010	2011
Выручка	5 347,8	5 354,5	7 777,4	11 423,3
ЕБИТДА	401,7	506,5	629,9	921,7
Рентабельность ЕБИТДА	7,5%	9,5%	8,1%	8,1%
Чистая прибыль	187,9	275,2	333,7	418,7
Чистый денежный поток от операционной деятельности, в т.ч.	420,1	376,2	430,3	949,1
изменения оборотного капитала	137,8	(7,7)	(87,6)	182,0
Свободный денежный поток	(148,7)	(49,8)	(789,0)	(759,1)
Всего активов	1 844,1	2 528,5	3 689,0	5 447,3
Всего собственный капитал	836,8	1 424,8	1 722,7	2 444,3
Всего финансовый долг, в т.ч.	405,9	418,9	1 007,1	1 616,7
доля краткосрочного долга	59,9%	63,6%	19,5%	11,9%
Денежные средства и эквиваленты	115,1	371,0	132,6	534,4
Ключевые показатели				
ЕБИТДА/Финансовые расходы, х	6,7	9,5	17,9	7,9
Чистый долг/ЕБИТДА, х	0,7	0,1	1,4	1,2
Долг/Собственный капитал, х	0,5	0,3	0,6	0,7
Чистый долг/Свободный денежный поток, х	отриц.	отриц.	отриц.	отриц.

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Финансовый долг Магнита на конец 2011 г. составил 1,6 млрд долл., почти не изменившись с уровней 1П11 (1,7 млрд долл.), – помогло более сильное генерирование операционного денежно потока во втором полугодии. Долговая нагрузка на Магнит на конец 2011 г. находилась на достаточно умеренном уровне 1,8х «Долг/ЕБИТДА» против 2,3х на конец 1П11. Сделанный компанией прогноз значения показателя на конец 2012 г. составляет 1,6–1,8х.

Рублевые долговые инструменты Магнита в настоящее время остаются не слишком ликвидными, при этом более длинные бумаги серий БО-5 (УТМ 8,9% @ февраль 2014 г.) и БО-6 (УТМ 9,0% @ апрель 2014 г.) в настоящее время предлагают лишь 65–75 б.п. премии к недавно размещенным долговым инструментам ВТБ (УТБ 8,25% @ март 2014 г.).

По нашему мнению, с данных уровней доходности потенциал облигаций Магнита для демонстрация ценового роста быстрее рынка ограничен.

Юрий Тулинов  
Yury.Tulinov@gazprombank.ru  
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 17)

## En+ обсуждает покупку пакета Норникеля у Русала – нейтрально на данном этапе

Русал  
S&P/Moody's/Fitch

NR

**Новость:** Как пишут сегодня (26/03/12) Ведомости со ссылкой на неназванные источники, холдинговая компания En+, принадлежащая Олегу Дерипаске, обсуждала вопрос о выкупе пакета Норильского никеля в Русале (25%) с другими акционерами UC Rusal. Консультации носят предварительный характер, официально информацию о переговорах стороны не комментируют.

Как пишет издание, En+ готова заплатить рыночную цену – примерно 9 млрд долл. На момент закрытия торгов в пятницу, 23 марта, пакет Норникеля оценивался рынком в 8,7 млрд долл.

**Комментарий:** Очевидно, информация носит весьма предварительный характер, и делать какие-либо выводы пока преждевременно. По информации Ведомостей, сделку могут не поддержать миноритарные акционеры, которых не устраивает цена (ранее En+ отклонила гораздо более привлекательное предложение самого Норникеля – 20% за 12,8 млрд долл.). На данном этапе новость нейтральна для котировок торгующихся облигаций Русала.

Если подобная сделка действительно состоится, эффект на кредитный профиль Русала будет, безусловно, позитивным. По данным источников



Ведомостей, средства от продажи пакета компания могла бы направить на погашение кредита Сбербанка на 4,6 млрд долл. (взятого под покупку акций Норникеля), оставшаяся часть могла бы быть направлена на выплату дивидендов. В этом случае совокупный долг компании мог бы сократиться с 11,7 млрд долл. (на 31/12/11) до 7,1 млрд долл., в относительном выражении – с 4,4х «Чистый долг/ЕБИТДА» до 2.6х. Снижение леввериджа также привело бы к снижению ставки по синдицированному кредиту, привязанной к соотношению «Чистый долг / ЕБИТДА».

Яков Яковлев  
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru  
+7 (495) 988 24 92

Сергей Канин  
Sergei.Kanin@gazprombank.ru  
+7 (495) 988 24 06



## Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
26.03.12	Оферта <b>ММК БО-3</b>	5 000
	Погашение <b>НКНХ, 4</b>	1 500
	Уплата акцизов, НДС	
27.03.12	Возврат ВЭБу пенсионных средств с депозитов	20 000
28.03.12	Оферта <b>Банк Санкт-Петербург БО-2</b>	5 000
	Купонные выплаты по ОФЗ и ГСО-ППС	3 271
	Уплата налога на прибыль	
	Аукционы ОФЗ	38 430

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters

## Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
26.03.12	<b>Банк "Санкт-Петербург"</b> : финансовые результаты по МСФО	2011
27.03.12	<b>Номос-Банк</b> : финансовые результаты по МСФО	2011
27.03.12	<b>НАМК</b> : финансовые результаты по US GAAP	2011
28.03.12	<b>Сбербанк</b> : финансовые результаты по МСФО	2011
28.03.12	<b>Евраз</b> : финансовые результаты по МСФО	2011
19.04.12	<b>ММК</b> : финансовые результаты по МСФО	2011
19.04.12	<b>Северсталь</b> : финансовые результаты по МСФО	2011
23.04.12	<b>Башнефть</b> : финансовые результаты по МСФО, телеконференция	2011
26.04.12	<b>АФК "Система"</b> : финансовые результаты по US GAAP	4К11 и 2011
26.04.12	<b>Татнефть</b> : финансовые результаты по US GAAP	4К11
27.04.12	<b>Газпром</b> : финансовые результаты по МСФО, телеконференция	2011
02.05.12	<b>ТНК-ВР International</b> : финансовые результаты по US GAAP	1К12
11.05.12	<b>Газпром нефть</b> : финансовые результаты по US GAAP	1К12
15.05.12	<b>Транснефть</b> : финансовые результаты по МСФО, встреча с аналитиками	4К11 и 2011
23.05.12	<b>МТС</b> : финансовые результаты по US GAAP	2К12
06.06.12	<b>Башнефть</b> : финансовые результаты по МСФО	1К12
21.08.12	<b>МТС</b> : финансовые результаты по US GAAP	2К12
20.11.12	<b>МТС</b> : финансовые результаты по US GAAP	3К12

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



## Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1  
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

### Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов

Вице-президент — Начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

### Управление анализа фондового рынка

#### Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

#### Металлургия

Наталья Шевелева

+7 (495) 983 18 00, доб. 21448

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

#### Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

#### Технический анализ рынков и акций

Владимир Кравчук, к. ф.-м. н

+7 (495) 983 18 00, доб. 21479

#### Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

#### Макроэкономика

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

#### Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

#### Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

#### Электрэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

#### Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

### Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, CFA

Начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

### Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00, доб. 21417

### Редакторская группа

Михаил Сиделёв

+7 (495) 983 18 00, доб. 54084

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

### Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

Управляющий директор - Начальник департамента

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

### Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

Начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

### Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

#### Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодинкина

+7 (495) 988 23 75

#### Трејдинг

Александр Питалефф, старший  
трейдер

+7 (495) 988 24 10

Денис Войниконис

+7 (495) 983 74 19

Антон Жуков

+7 (495) 988 24 11

### Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

Начальник управления

+7 (495) 913 74 44

### Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Миронов

Начальник управления

+7 (495) 428 23 66

### Управление рынков фондового капитала

Алексей Семенов, CFA

Начальник управления

+7 (495) 989 91 34

#### Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пещименти

+7 (495) 989 91 27

#### Трејдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

### Управление электронной торговли

Максим Малетин

Начальник управления

+7 (495) 983 18 59

broker@gazprombank.ru

### Трејдинг +7 (800) 200 70 88

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев, CFA

+7 (495) 913 78 57

Владимир Красов

+7 (495) 719 19 20

### Copyright © 2003 — 2012. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ПИБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ПИБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ПИБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ПИБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.