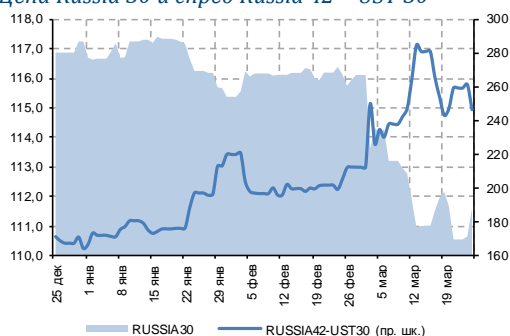


## Ключевые индикаторы от 26 марта 2014 г.

|                       | Закрытие | Изменение |   |             |
|-----------------------|----------|-----------|---|-------------|
|                       |          | за день   |   | к нач. года |
| <b>Валютный рынок</b> |          |           |   |             |
| EUR/USD               | 1,382    | -0,1%     | ▼ | 0,5% ▲      |
| USD/RUB               | 35,60    | -1,4%     | ▼ | 9,3% ▲      |
| Корзина валют/RUB     | 41,66    | -1,5%     | ▼ | 9,2% ▲      |
| <b>Денежный рынок</b> |          |           |   |             |
| RUONIA                | 7,84     | -8 б.п.   | ▼ | 134 б.п. ▲  |
| Междил. РЕПО ОФЗ о/п  | 7,15     | -18 б.п.  | ▼ | 99 б.п. ▲   |
| MosPrime 3М           | 9,24     | -1 б.п.   | ▼ | 201 б.п. ▲  |
| USD/RUB ХССУ 1Y       | 8,76     | -16 б.п.  | ▼ | 254 б.п. ▲  |
| <b>Долговой рынок</b> |          |           |   |             |
| UST10                 | 2,75     | 2 б.п.    | ▲ | -25 б.п. ▼  |
| Russia 30             | 5,00     | -19 б.п.  | ▼ | 88 б.п. ▲   |
| Gazprom 22 4,95       | 6,21     | -11 б.п.  | ▼ | 83 б.п. ▲   |
| EMBI+ Russia          | 274      | -13 б.п.  | ▼ | 93 б.п. ▲   |
| ОФЗ-26204             | 8,74     | -16 б.п.  | ▼ | 168 б.п. ▲  |
| ОФЗ-26207             | 9,13     | -16 б.п.  | ▼ | 123 б.п. ▲  |
| ФСК 24                | 10,09    | 51 б.п.   | ▲ | 202 б.п. ▲  |
| <b>Товарный рынок</b> |          |           |   |             |
| Brent, долл./барр.    | 106,81   | 0,4%      | ▲ | -4,8% ▼     |
| Золото, долл./унц.    | 1 312    | -0,1%     | ▼ | 8,2% ▲      |
| <b>Фондовый рынок</b> |          |           |   |             |
| PTS                   | 1 170    | 3,4%      | ▲ | -19,0% ▼    |
| S&P 500               | 1 866    | 0,4%      | ▲ | 1,3% ▲      |
| NIKKEI*               | 14 435   | 0,1%      | ▲ | -10,8% ▼    |

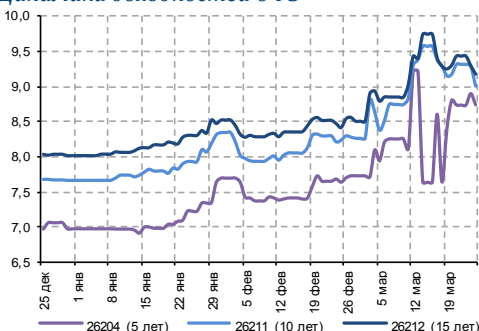
\*Данные на 08:00 мск  
Источник: Bloomberg

## Цена Russia 30 и спред Russia 42 – UST 30



Источник: Bloomberg

## Динамика доходностей ОФЗ



Источник: Bloomberg

## РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- ✓ Инвесторы нашли повод для оптимизма, «выборочно» обратив внимание на статистику из США. S&P 500 вырос на 0,4%, европейские фондовые индексы – на 1,3-1,6%. Рост UST10 YTM на 2 б.п. до 2,75% был вызван слабым аукционом UST2.
- ✓ Индекс потребительского доверия в США в марте вырос до максимальных за 6 лет 82,3 п. Однако рост полностью был следствием улучшения ожиданий (83,5 п. – максимум с октября 2013 г – против 76,5 п.), в то время как оценка текущего положения была ухудшена до 80,4 п. с 81,0 п.
- ✓ Слабые статданные по рынку жилья не смогли сломить позитивный настрой рынков. Продажи новостроек упали в феврале на 3,3%, показатель за январь резко ухудшен – до +3,2% с +9,6%.
- ✓ Слабый аукцион по UST2 на фоне сдвига ожиданий повышения ставки Fed Funds: показатель bid-to-cover составил 3,2x против среднего за 10 аукционов значения 3,3x.
- ✓ Котировки **российских еврооблигаций** заметно выросли на фоне ослабления напряженности вокруг Украины. RUSSIA43 (YTM 6,20%) подорожала на 1,62 п.п. до 95,57%, спред к UST30 сжался на 16 б.п. до 261 б.п. Вне суверенного сегмента активность была не столь высокой, однако и здесь рост цен достигал 1,2-1,4 п.п.
- ✓ На фоне внушительного укрепления рубля (на 1,4% к доллару) рынок ОФЗ с открытия показал рост котировок. Доходности на дальнем отрезке кривой снизились на 13-16 б.п., 14-летние ОФЗ-26208 закрылись на уровне 9,16%. При этом на среднесрочном отрезке (5-8 лет) снижение доходностей было более ощутимым – порядка 20 б.п., что привело к увеличению угла наклона кривой.
- ✓ Отметим, что 14-летний выпуск, который в последнее время находился под давлением коротких продаж со стороны иностранных инвесторов, может в ближайшее время показать опережающую динамику. Общий тренд на снижение ставок и относительный «дефицит» бумаги на рынке на фоне спроса локальных игроков и отсутствия нового предложения может стать поводом для закрытия коротких позиций.
- ✓ Минфин вновь решил не проводить аукцион на этой неделе. Данное решение, вероятно, также оказало вчера поддержку рынку – хотя и было вполне ожидаемым после недавних комментариев А. Силуанова о возможном сокращении объема заимствований.

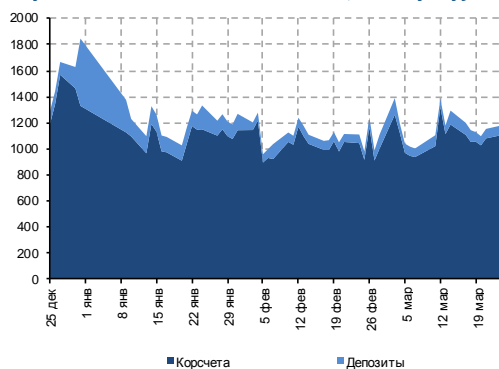
## Макроэкономика и денежный рынок

- ▶ **Денежный рынок:** рубль вернулся на позиции конца февраля

## Корпоративные новости

- ▶ **Полюс Золото (BB+/-/BBV-):** результаты за 2013 г. по МСФО. PGILLN20 привлекателен на фоне аналогов
- ▶ **Роснефть (BBB/Baa1/-)** сообщила об очередном досрочном погашении кредитов на покупку TNK-BP. Позитивно

Корсчета и депозиты банков в ЦБР, млрд. руб.



Источник: ЦБ РФ

## Аукционы РЕПО ЦБ сроком на 7 дней

| ДАТА       | ЛИМИТ, ТРЛН РУБ. | СПРОС | СРВЗВ. СТАВКА |
|------------|------------------|-------|---------------|
| 1 апреля*  |                  |       |               |
| 25 марта   | 3,42             | 0,8x  | 7,05%         |
| 18 марта   | 2,84             | 0,9x  | 7,09%         |
| 11 марта   | 2,21             | 1,1x  | 7,14%         |
| 4 марта    | 2,45             | 1,0x  | 7,16%         |
| 25 февраля | 2,22             | 1,1x  | 5,57%         |

## Депозитные аукционы Казначейства

| ДАТА      | СРОК | ЛИМИТ, ТРЛН РУБ. | СПРОС | СРВЗВ. СТАВКА |
|-----------|------|------------------|-------|---------------|
| 27 марта* | 14   | 15               |       |               |
| 25 марта  | 14   | 95               | 1,8x  | 7,96%         |
| 20 марта  | 14   | 30               | 2,2x  | 7,70%         |
| 18 марта  | 7    | 60               | 2,5x  | 7,50%         |
| 13 марта  | 35   | 30               | 4,2x  | 7,67%         |
| 11 марта  | 14   | 65               | 3,5x  | 7,28%         |

## Депозитные аукционы ПФР

| ДАТА       | СРОК | ЛИМИТ, ТРЛН РУБ. | СПРОС | СРВЗВ. СТАВКА |
|------------|------|------------------|-------|---------------|
| 19 марта   | 53   | 98               | 1,3x  | 8,33%         |
| 13 марта   | 38   | 25               | 4,0x  | 8,08%         |
| 6 марта    | 101  | 18               | 4,1x  | 7,75%         |
| 26 февраля | 25   | 35               | 1,7x  | 6,17%         |
| 19 февраля | 32   | 35               | 0,0x  | 6,60%         |

## Аукционы под залог нерыночных активов по плавающей ставке сроком на 3 месяца

| ДАТА       | ЛИМИТ, ТРЛН РУБ. | СПРОС | СРВЗВ. СТАВКА |
|------------|------------------|-------|---------------|
| 14 апреля* |                  |       |               |
| 6 марта    | 200              | 1,27x | 7,41%         |
| 10 февраля | 200              | 1,45x | 5,85%         |
| 13 января  | 500              | 0,96x | 5,76%         |

\*ближайший аукцион

## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

### Денежный рынок: рубль вернулся на позиции конца февраля

Вчера в качестве поддержки ликвидности банковского сектора перед налоговыми выплатами (25 марта – НДС и акцизы в размере ок. 310 млрд руб.; 28 марта – налог на прибыль в размере ок. 350 млрд руб.), ЦБ провел аукцион «тонкой настройки» сроком на 1 день с лимитом 440 млрд руб. (против 140 млрд руб. в понедельник) и увеличил максимальный объем предоставления средств в рамках недельного РЕПО до 3,42 трлн руб. (против 2,84 трлн руб. неделей ранее). Несмотря на дефицит ликвидности, кредитные организации были не в состоянии привлечь необходимые объемы по причине высокой степени утилизации залоговой базы (порядка 59%). В результате банки выбрали лишь 206 млрд руб. по однодневному РЕПО (против 121 млрд руб. в понедельник) и 2,76 трлн руб. по операциям сроком на 7 дней (против 2,59 трлн руб. на прошлой неделе).

Как следствие, объем привлечения средств через сделки «валютного свопа» с ЦБ достиг 493 млрд руб., что превышает даже объемы сделок в конце декабря прошлого года (460 млрд руб.). Увеличение спроса на ликвидность в ходе периода уплаты налогов в бюджет будет, вероятно, способствовать тому, что в текущей ситуации объемы сделок по «валютному свопу» останутся столь же заметными. Высокая стоимость средств (8,00%) и значительные объемы сделок по инструменту, на наш взгляд, будут оказывать заметное давление на ставки денежного рынка, которые до конца марта будут, вероятно, оставаться выше 8,00%.

В отличие от спроса на аукционах ЦБ (в размере 0,5-0,8x), спрос на аукционе Казначейства с лимитом 95 млрд руб. превысил предложение в 1,8 раз. Вновь отмечаем рост средневзвешенной ставки (7,96%) по сравнению с предыдущими аукционами (см. таблицы слева). Напомним, поскольку сегодня банки погашают задолженность в 125 млрд руб., нетто-отток ликвидности в рамках аукционов Казначейства составит 30 млрд руб.

Чистая ликвидная позиция банковского сектора (-4,04 трлн руб.) ухудшилась по итогам вчерашнего дня на 19 млрд руб.

Мощное давление на ликвидность в течение налогового периода оказывает поддержку национальной валюте. Рубль вчера существенно укрепился – до 35,56 руб./долл. (-49 коп.) и 49,13 руб./евро (-81 коп.), вероятно, во многом благодаря продаже валюты налогоплательщиками-экспортерами. Таким образом, российская валюта вернулась на уровни конца февраля – периода, предшествующего эскалации конфликта на Украине.

В свою очередь бивалютная корзина уверенно опустилась в ту часть операционного интервала, внутри которого ЦБ проводит дневные валютные интервенции в объеме 200 млн долл. В результате давление на ликвидность банковского сектора будет снижено приблизительно на 7 млрд руб. ежедневно.

На фоне укрепления рубля кривая NDF/CCS сдвинулась вниз. Ближний конец (3М-12М) опустился на 15-20 б.п. до 8,85-8,70%; участок 2Y-5Y – на 10-15 б.п. Вмененная ставка NDF 1Y составила 8,69%, ставка кросс-валютного свопа 5Y – 7,84%.

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

Артём Бекетов  
Artem.Beketov@gazprombank.ru  
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 40 74)

## КОРПОРАТИВНЫЕ НОВОСТИ

### ПОЛЮС ЗОЛОТО

|         |      |
|---------|------|
| S&P     | BB+  |
| Moody's | -    |
| Fitch   | BBB- |

### Полюс Золото: результаты за 2013 г. по МСФО. PGILLN20 привлекателен на фоне аналогов

**Новость.** Компания «Полюс Золото» опубликовала отчетность за 2П13 и 2013 по МСФО. С позиции кредитного качества мы оцениваем результаты как нейтральные: хороший рост EBITDA и операционного денежного потока в 2П13 благодаря увеличению добычи и усилению контроля над издержками; основной объем заимствований был привлечен еще в 1П13. Кредитные метрики Полюса остаются в комфортной зоне, при этом в 2014 г. мы не ожидаем существенного роста долговой нагрузки, принимая во внимание тот факт, что компания уже преодолела пик инвестиционной программы.

Евробонд PGILLN20 по-прежнему выглядит привлекательно на фоне аналогов близкой дюрации: премия к NLMKRU19 с походящим набором рейтингов (BB+/Baa3/BBB-) составляет порядка 70 б.п., при этом PGILLN20 торгуется на одном уровне с выпуском Алросы, ALRSRU20, имеющей более низкие кредитные рейтинги (BB-/Ba3/BB).

**Комментарий.** Выручка Полюса по итогам 2П13 увеличилась на 28%, до 1305 млн долл., по сравнению с 1П13 на фоне роста объема продаж золота (+49% п/п), что компенсировало снижение цены (-17% п/п). При этом общие операционные денежные затраты прибавили 34% п/п, по темпам опередив выручку, но оказавшись существенно медленнее динамики объема продаж золота (в натуральном выражении), в том числе благодаря усилиям компании по оптимизации издержек, а также обесценению рубля (на 5,4% п/п). В итоге EBITDA в 2П13 выросла на 19% п/п до 494 млн долл., EBITDA рентабельность сократилась всего на 2,8 п.п., оставшись на высоком уровне 37,8%.

Компания сохраняет прогноз производства золота за 2014 год в диапазоне 1,58–1,65 млн унций (чуть ниже или на уровне 2013 г.). При этом небольшое снижение в годовом сопоставлении возможно за счет высокочрезмерных россыпей (что позитивно с позиции издержек на унцию), а также снижения содержания золота на ряде месторождений.

Операционный денежный поток в 2П13 составил 320 млн долл., более чем втрое превысив уровень 1П13 на фоне роста EBITDA и меньшего отвлечения средств в оборотный капитал. Свободный денежный поток Полюса после дивидендов по итогам 2П13 и всего года был отрицательным (-1,3 млрд долл.) на фоне существенных инвестиционных затрат (1,35 млрд долл. за весь 2013 г.), а также выплаченных дивидендов за 2012 г. и специальных дивидендов от продажи активов (в сумме 363 млн долл.). В 2013 г. компания привлекла порядка 860 млн долл. долга – в основном в 1П13. На 31/12/13 совокупный долг составил 1,2 млрд долл., что соответствует 1,3х «Долг/EBITDA» и 0,4х «Чистый долг/EBITDA».

Стоит отметить, что 2013 г. был пиковым с точки зрения инвестиционной программы: в 2014 году компания планирует сократить капзатраты до 650-750 млн долл. Дивидендные выплаты также, вероятно, сократятся, учитывая, что дивидендная политика

компания предполагает выплату 20% от чистой прибыли по МСФО (составила 143 млн долл. по итогам 2013 г.). В отсутствие каких-либо специальных дивидендов и прочих незапланированных расходов мы не ожидаем существенного роста долговой нагрузки в 2014 г. «Критический уровень» левириджа, создающий риск потери инвестиционного рейтинга от Fitch, составляет 2,5х по показателю «Долг/FFO» (текущий уровень, по нашим оценкам – 1,7х).

*Полюс Золото: финансовые результаты по МСФО за 2П13 и 2013, млн долл.*

|   | 2012  | 1П13  | 2П13  | 2013   | 2П13/1П13 | 2013/2012  |
|---|-------|-------|-------|--------|-----------|------------|
| Выручка                                   | 2 680 | 1 024 | 1 305 | 2 329  | 28%       | -13%       |
| ЕБИТДА                                    | 1 300 | 416   | 494   | 910    | 19%       | -30%       |
| Рентабельность по ЕБИТДА                  | 48,5% | 40,6% | 37,8% | 39,1%  | -2,8 п.п. | -9,4 п.п.  |
| Операционный денежный поток               | 935   | 100   | 320   | 420    | 219%      | -55%       |
| Капитальные вложения                      | -713  | -690  | -658  | -1 347 | -5%       | 89%        |
| Свободный денежный поток                  | 222   | -590  | -338  | -928   | -43%      | -          |
| Дивиденды уплаченные                      | -172  | -343  | -20   | -363   | -94%      | 111%       |
| Свободный денежный поток после дивидендов | 50    | -933  | -358  | -1 291 | -62%      | 260%       |
| Всего активов                             | 5 589 | 5 416 | 5 709 | 5 709  | 5%        | 2%         |
| Собственный капитал                       | 4 469 | 3 663 | 3 954 | 3 954  | 8%        | 0%         |
| Совокупный долг                           | 348   | 1 204 | 1 206 | 1 206  | 0%        | 246%       |
| <i>доля краткосрочного долга</i>          | 53,8% | 22,6% | 22,3% | 22,3%  | -0,3 п.п. | -31,6 п.п. |
| Денежные средства и эквиваленты           | 1 028 | 1 219 | 856   | 856    | -30%      | -17%       |
| <b>ПОКАЗАТЕЛИ</b>                         |       |       |       |        |           |            |
| Долг/Собственный капитал, х               | 0,1   | 0,33  | 0,30  | 0,30   | -         | -          |
| ЕБИТДА/Процентные расходы, х              | 41    | 60    | 71    | 66     | -         | -          |
| Чистый долг/ЕБИТДА, х                     | отр.  | отр.  | 0,4   | 0,4    | -         | -          |
| Долг/Свободный денежный поток, х          | 2     | отр.  | отр.  | отр.   | -         | -          |

*Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка*

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

*Наталья Шевелева  
Natalia.Sheveleva@gazprombank.ru  
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 44 42)*

## РОСНЕФТЬ

|         |      |
|---------|------|
| S&P     | BBB  |
| Moody's | Baa1 |
| Fitch   | -    |

## Роснефть сообщила об очередном досрочном погашении кредитов на покупку ТНК-ВР. Позитивно

**Новость.** Роснефть вчера сообщила об очередном досрочном погашении части кредитов, привлеченных ранее в рамках синдицированных кредитов для финансирования приобретения ТНК-ВР. Так, за период декабрь 2013 – март 2014 гг. общая сумма досрочного погашения достигла 10,6 млрд долл.

**Комментарий.** С учетом объявленного в конце декабря 2013 г. первого транша досрочного погашения в 5,1 млрд долл., текущая сумма выплат составила 5,5 млрд долл.

Всего на покупку ТНК-ВР Роснефть привлекла в виде синдицированных кредитов 31 млрд долл. Из них 24,6 млрд долл. приходится на двухлетние линии, погашаемые в течение 2014-2015 гг., и составляющие около 60% совокупного объема

обязательств, предстоящих компании к выплате в течение ближайших двух лет (ок. 40 млрд долл. или 1,3 трлн руб.). Раскрываемый объем досрочного погашения в 10,6 млрд долл., таким образом, покрывает около 43% от размера указанных двухлетних кредитов.

Напомним также, что, по состоянию на 31 декабря 2013 г., чистый долг Роснефти составлял 2,1 трлн руб. (64,1 млрд долл.). Соотношение «чистый долг/ЕБИТДА» компании (проформа за 2013 г.) составило 2,1х.

Продолжение досрочного погашения крупной краткосрочной составляющей кредитного портфеля Роснефти может оказать поддержку евробондам ROSNRM 17 (YTM 4,22%, Z-спред 314 б.п.) и ROSNRM 22 (YTM 6,40%, Z-спред 387 б.п.), которые прибавили вчера 0,5-1,6 п.п. в цене, двигаясь вместе с рынком. В последнее время короткий ROSNRM 17 демонстрировал ценовую динамику слабее LUKOIL 17 (YTM 3,90%, Z-спред 283 б.п.). Премия ROSNRM17 к LUKOIL17 (32 б.п.) находится около исторических максимумов и выглядит высокой для относительно коротких бумаг эмитентов одной рейтинговой категории.

*Иван Хромушин*  
*Ivan.Khromushin@gazprombank.ru*  
*+7 (495) 980 43 89*

*Екатерина Зиновьева*  
*Ekaterina.Zinovyeva@gazprombank.ru*  
*+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 44 42)*

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ ДОЛГОВОГО И ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

| ДАТА     | СОБЫТИЕ                                      | ОБЪЕМ, МЛН. РУБ. |
|----------|--|------------------|
| 26.03.14 | Оферта по облигациям Абсолют Банк-260        | 5 000            |
| 26.03.14 | Погашение облигаций ЮТЭйр-0460               | 1 500            |
| 26.03.14 | Погашение облигаций ЮТЭйр-0560               | 1 500            |
| 26.03.14 | Выплата амортизации по облигациям ОФЗ 46019  | 1 311            |
| 27.03.14 | Оферта по облигациям МСП Банк-1              | 5 000            |
| 27.03.14 | Оферта по облигациям Восточный Экспресс-0260 | 2 000            |
| 29.03.14 | Погашение облигаций БНП Париба Банк          | 2 000            |

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters

## КАЛЕНДАРЬ КОРПОРАТИВНЫХ СОБЫТИЙ

| ДАТА         | СОБЫТИЕ   | ПЕРИОД      |
|--------------|---|-------------|
| 27.03.14     | <b>НЛМК:</b> финансовые результаты по US GAAP                     | 2013        |
| 31.03.14     | <b>Polymetal:</b> финансовые результаты по МСФО                   | 2013        |
| Март 2014    | <b>Polyus Gold:</b> финансовые результаты по МСФО                 | 2013        |
| Март 2014    | <b>Eurasia Drilling Company:</b> финансовые результаты по US GAAP | 4К13 и 2013 |
| Март 2014    | <b>ТМК:</b> финансовые результаты по МСФО                         | 2013        |
| Март 2014    | <b>Лукойл:</b> финансовые результаты по US GAAP                   | 4К13        |
| 02.04.14     | <b>Башнефть:</b> финансовые результаты по МСФО                    | 4К13        |
| 09.04.14     | <b>Евраз:</b> финансовые результаты по МСФО                       | 2013        |
| 09.04.14     | <b>Татнефть:</b> финансовые результаты по МСФО                    | 4К13 и 2013 |
| 15.04.14     | <b>Алроса:</b> финансовые результаты по МСФО                      | 2013        |
| 29.04.14     | <b>Газпром:</b> финансовые результаты по МСФО                     | 4К13 и 2013 |
| 30.04.14     | <b>Северсталь:</b> финансовые результаты по МСФО                  | 1К14        |
| 30.04.14     | <b>Норильский никель:</b> финансовые результаты по МСФО           | 2013        |
| Апрель 2014  | <b>Мечел:</b> финансовые результаты по US GAAP                    | 2013        |
| 14.05.14     | <b>Вымпелком:</b> финансовые результаты по МСФО                   | 1К14        |
| Май 2014     | <b>ТМК:</b> финансовые результаты по МСФО                         | 1К14        |
| Май 2014     | <b>Nordgold:</b> финансовые результаты по МСФО                    | 1К14        |
| Июнь 2014    | <b>Мечел:</b> финансовые результаты по US GAAP                    | 1К14        |
| 27.08.14     | <b>Евраз:</b> финансовые результаты по МСФО                       | 1П14        |
| 27.08.14     | <b>Polymetal:</b> финансовые результаты по МСФО                   | 1П14        |
| Август 2014  | <b>Nordgold:</b> финансовые результаты по МСФО                    | 1П14        |
| Август 2014  | <b>ТМК:</b> финансовые результаты по МСФО                         | 2К14        |
| Октябрь 2014 | <b>Мечел:</b> финансовые результаты по US GAAP                    | 2К14        |
| Ноябрь 2014  | <b>Nordgold:</b> финансовые результаты по МСФО                    | 3К14        |
| Ноябрь 2014  | <b>ТМК:</b> финансовые результаты по МСФО                         | 3К14        |
| Декабрь 2014 | <b>Мечел:</b> финансовые результаты по US GAAP                    | 3К14        |

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters