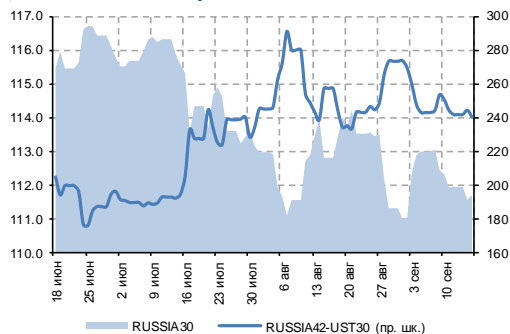


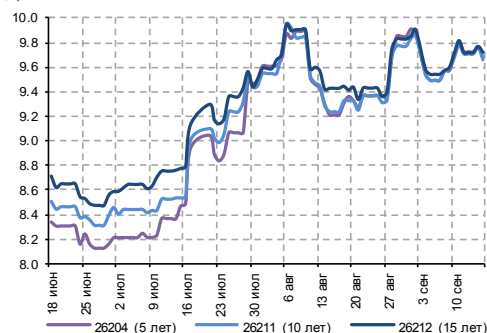
**Ключевые индикаторы от 17 сентября 2014 г.**

	Закрытие	Изменение		
		за день		к нач. года
<b>Валютный рынок</b>				
EUR/USD	1.297	0.3%	▲	-5.2% ▼
USD/RUB	38.27	-0.2%	▼	15.2% ▲
Корзина валют/RUB	43.42	0.0%	▼	12.5% ▲
<b>Денежный рынок</b>				
RUONIA	8.19	9 б.п.	▲	268 б.п.
Междил. РЕПО ОФЗ о/п	8.42	34 б.п.	▲	240 б.п.
MosPrime 3M	10.20	-	■	309 б.п.
USD/RUB ХССУ 1Y	8.10	-46 б.п.	▼	193 б.п.
<b>Долговой рынок</b>				
UST10	2.58	1 б.п.	▲	-41 б.п.
Russia 30	4.90	-3 б.п.	▼	77 б.п.
Gazprom 22 4,95	5.96	3 б.п.	▲	64 б.п.
EMBI+ Russia	274	-1 б.п.	▼	87 б.п.
ОФЗ-26208	9.66	-9 б.п.	▼	247 б.п.
ОФЗ-26212	9.72	-2 б.п.	▼	164 б.п.
<b>Товарный рынок</b>				
Brent, долл./барр.	97.24	0.9%	▲	-9.6% ▼
Золото, долл./унц.	1,237	0.0%	▲	1.0% ▲
<b>Фондовый рынок</b>				
PTC	1,202	0.6%	▲	-16.7% ▼
S&P 500	1,999	0.7%	▲	9.1% ▲
НИККЕИ*	15,930	0.1%	▲	-2.2% ▼

\*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**

- ✓ Вчера главные позитивные новости для мировых финансовых рынков пришли из Китая. Власти объявили о новых мерах стимулирования экономики: пяти крупнейшим банкам страны предоставляется дополнительная ликвидность в размере 500 млрд юаней (81,4 млрд долл.). На этом фоне американские фондовые индексы завершили день хорошим ростом, цены на нефть также «в плюсе».
- ✓ В базовых активах наблюдалась волатильность накануне итогов заседания ФРС (будут известны сегодня). Доходность UST снижалась в течение дня на 4 б.п. (до 2,55%) вслед за немецкими Bunds после публикации слабого результата опроса по текущему состоянию экономики Германии от ZEW, однако к закрытию вернулась к уровням предыдущего дня (2,59%) на опасениях жесткой риторики ФРС.
- ✓ В сегменте **внешнего долга** сохранялась низкая активность. Слабость рынка в начале сессии сменилась ростом котировок в середине дня на фоне новостных заголовков о предоставлении особого статуса ряду районов на восточной Украине. К вечеру, однако, рост иссяк. В итоге, суверенная кривая в среднем снизилась на 2-5 б.п. В корпоративном сегменте изменение доходностей не превысило +/-4 б.п., в банковских выпусках немногочисленные сделки закрылись на 2-6 б.п. выше по доходности.
- ✓ На **локальном рынке** по-прежнему отсутствовали какие-либо серьезные движения. Вчера на открытии торгов на фоне обновления минимумов рубля индикативные доходности ОФЗ были переставлены вверх на 2-4 б.п. Однако последующий разворот в динамике национальной валюты помог ставкам закрепиться ниже. В результате, по итогам дня кривая ОФЗ на дальнем конце скорректировалась вниз на 2-4 б.п., в то время как в средней дюрации снижение достигло 4-8 б.п.
- ✓ Минфин вчера отменил очередной (девятый) аукцион ОФЗ, демонстрируя рынку, что текущий уровень ставок 9,65-9,70% на среднем и длинном конце вторичной кривой считает высоким для локальных размещений.

**Темы российского рынка**

- ▶ Проект бюджета на 2015-2017 гг.: чистый объем внутренних заимствований в 2015 г. снижен до 280 млрд руб.

**Макроэкономика и денежный рынок**

- ▶ Банк России запустил инструмент по предоставлению банкам короткой долларовой ликвидности
- ▶ **Денежный рынок:** ставки подросли с началом налогового периода

**Корпоративные новости**

- ▶ **СИБУР (-/Ba1/BB+):** сильные финансовые результаты за 6M14 по МСФО. Новый инвестиционный бюджет создает риски роста леввериджа по итогам года

**Сегодня на рынке**

- ▶ **Россия:** инфляция за период 9-15 сентября (16:00 мск), решение по налогу на продажи

## ТЕМЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА

### Проект бюджета на 2015-2017 гг.: чистый объем внутренних заимствований в 2015 г. снижен до 280 млрд руб.

Вчера Минфин **опубликовал** на своем сайте проект закона о федеральном бюджете на 2015 г. и на плановый период 2016 и 2017 гг. Согласно предварительным данным, ведомство намерено существенно сократить чистые объемы внутренних заимствований (ГСО + ОФЗ) – с планируемых в текущей версии бюджета 677 млрд руб. до 280 млрд руб.

Объем гросс-заимствований при этом не претерпел серьезных изменений – текущий прогноз составляет 1,0 трлн руб. (предыдущая цифра – 1,15 трлн руб.). Увеличение коснулось объема планируемых погашений – в бюджете 2015 г. на погашение государственных ценных бумаг, номинированных в рублях, зарезервирован 721 млрд руб., что на 53% выше планов в текущей версии бюджета (471 млрд руб.). Мы полагаем, что увеличение планового объема внутренних погашений носит во многом технический характер, позволяя министерству в случае необходимости предлагать и короткий долг (до 1 года) в общем объеме размещений в 2015 г.

По нашим оценкам, исходя из текущей временной структуры локального госдолга, объем погашений в 2015 г. составит 522 млрд руб. (в т.ч. 322 млрд руб. – по ОФЗ, 200 млрд руб. – по ГСО). Таким образом, если Минфин не будет размещать короткий долг, что является наиболее вероятным вариантом, то объем необходимых гросс-размещений может составить около 800 млрд руб.

Напомним, что программа чистых внутренних заимствований на 2014 г. составляет 135 млрд руб., при этом с начала года Минфин разместил только 49 млрд руб., а чистое погашение по ОФЗ составляет -50 млрд руб.

*Программа внутренних заимствований на 2015-2017 гг., млрд руб.*

	БЮДЖЕТ НА 2014-2016 ГГ.			ПРОЕКТ БЮДЖЕТА НА 2015-2017 ГГ.		
	2014 Г.	2015 Г.	2016 Г.	2015 Г.	2016 Г.	2017 Г.
Чистые внутренние размещения	135	677	745	280	299	550
Привлечение ОФЗ+ГСО	458*	1 148	1 240	1 001	801	933
Погашение ОФЗ+ГСО	323*	471	495	721	502	383

\*Объемы погашений в 2014 г. оценены на основе имеющихся в обращении выпусков ГСО и ОФЗ.

Источник: Минфин, оценки Газпромбанка

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

## МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

### Банк России запустил инструмент по предоставлению банкам короткой долларовой ликвидности

С сегодняшнего дня Банк России запускает операции «валютного свопа» по предоставлению кредитным организациям долларов сроком на 1 день с их последующей покупкой. Максимальный объем сделок с расчетом «сегодня/завтра» составит 1 млрд долл., с расчетом «завтра/послезавтра» – 2 млрд долл. Вмененная рублевая процентная ставка по операциям составляет около 5,5% (ниже фиксированной ставки по депозитным операциям ЦБ – 7,0%).

Введение механизма рефинансирования банков в иностранной валюте является положительной новостью. С одной стороны, привлечение валютной ликвидности российскими банками в последние месяцы было ограничено по причине западных санкций. С другой – российским компаниям и банкам до конца 2014 г. предстоят крупные выплаты по внешним долгам.

О нехватке валюты в банковской системе косвенно свидетельствует прекращение привлечения ликвидности у ЦБ под обеспечение иностранной валютой с начала августа, хотя ранее «валютный своп» был одним из главных каналов рефинансирования. Средний объем задолженности по данному инструменту с начала года по начало августа составил 106 млрд руб. (на пике – 493 млрд руб.). Также снизилась активность на рыночных операциях «валютного свопа»: с начала августа средневзвешенная ставка держится на уровне или ниже 7,0% (фиксированной ставки по депозитным операциям ЦБ), а объем сделок, по нашим оценкам, сократился на 20%.

По данным Банка России, в ближайшие месяцы российским компаниям и банкам предстоит погасить задолженность по внешним кредитам и евробондам на 37,8 млрд долл., причем пик приходится на декабрь – 24,6 млрд долл.

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

#### Аукционы РЕПО ЦБ сроком на 7 дней

ДАТА	ЛИМИТ, ТРЛН РУБ.	ВІD/COVER	СРВЗВ. СТАВКА
23 сентября*			8,00%**
16 сентября	2,15	1,2x	8,12%
9 сентября	2,25	1,0x	8,09%
2 сентября	2,10	1,0x	8,10%
26 августа	2,41	1,0x	8,08%
19 августа	2,65	1,0x	8,10%

#### Депозитные аукционы Казначейства

ДАТА	СРОК, ДН.	ЛИМИТ, МЛРД РУБ.	ВІD/COVER	СРВЗВ. СТАВКА
18 сентября*	35	50		8,30%**
16 сентября	91	50	2,9x	10,53%
11 сентября	35	50	2,3x	9,00%
9 сентября	14	195	1,3x	8,20%

### Денежный рынок: ставки подросли с началом налогового периода

Во вторник банки выбрали весь объем по недельному РЕПО с ЦБ (2,15 трлн руб.), предъявив спрос на 2,56 трлн руб. С учетом текущей задолженности к погашению (2,25 трлн руб.) чистый отток средств составит 100 млрд руб. Аукцион Казначейства также вызвал большой интерес у кредитных организаций: была привлечена вся ликвидность в рамках лимита (50 млрд руб.) при спросе в 146 млрд руб.

С началом налогового периода ставки денежного рынка подросли. Однодневная ставка по междилерскому РЕПО поднялась на 29 б.п. до 29 млрд руб. Чистая ликвидная позиция банков (-4,65 трлн руб.) улучшилась на 20 млрд руб.

Поддержку ликвидности банковского сектора окажет депозитный аукцион ПФР, в ходе которого сегодня банкам будут предложены



4 сентября	35	60	3,1x	8,85%
2 сентября	35	30	3,2x	8,70%

**Депозитные аукционы ПФР**

ДАТА	СРОК, ДН.	ЛИМИТ, МЛРД РУБ.	ВІD/COVER	СРВЗВ. СТАВКА
17 сентября*	76	131		9,00%**
21 августа	17	165	1,4x	8,42%
13 августа	171	10	6,0x	10,25%
24 июля	24	160	1,9x	8,09%
16 июля	139	5	4,0x	9,50%
9 июля	146	23	4,4x	9,57%

**Изменения ключевой ставки ЦБ**

ДАТА	СТАВКА
31 октября***	
25 июля	8,00%
28 апреля	7,50%
3 марта	7,00%

\*ближайший аукцион

\*\*минимальная ставка

\*\*\*ближайшее заседание Совета директоров ЦБР по вопросам ДКП

--- разделяет периоды, в которых действовали разные уровни ключевых ставок

131 млрд руб. сроком на 76 дней.

На валютном рынке рубль резко просел в первой половине дня на фоне дефицита валюты, однако ближе к концу сессии отыграл все дневные потери и даже немного укрепился (-7 коп. к доллару до 38,32 и -1 коп. к евро до 49,64 руб.).

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

**КОРПОРАТИВНЫЕ НОВОСТИ**

**СИБУР**

S&P	-
Moody's	Ba1
Fitch	BB+

**СИБУР (-/Ba1/BB+): сильные финансовые результаты за 6М14 по МСФО. Новый инвестиционный бюджет создает риски роста левериджа по итогам года**

**Новость.** СИБУР опубликовал сильные финансовые результаты по МСФО за 6М14, показав двузначный темп роста выручки и EBITDA на фоне увеличения объемов продаж топливно-сырьевых продуктов и небольшое улучшение кредитных метрик.

В то же время главной новостью стало принятие инвестиционного решения по проекту ЗапСиб-2: в ближайшие 5,5 лет компания потратит 9,5 млрд долл. на существенное расширение нефтехимических мощностей. Рост инвестиционного бюджета на фоне неизменной дивидендной политики и предстоящих расходов по M&A (около 1 млрд долл. за покупку Юграгазпереработки), на наш взгляд, создает риски давления на кредитные метрики во 2П14-1П15.

Мы не ожидаем существенной реакции в выпуске SIBUR18, который на текущих уровнях доходности (YTM ~7,3%) выглядит дешево относительно аналогов (в частности, спред к EUCHEM17 составляет около 110 б.п., при среднем за 12 мес. уровне 20 б.п.).

**Комментарий.**

**Двузначный темп роста выручки и EBITDA за счет энергетического бизнеса.** Выручка и EBITDA СИБУРа в 1П14 выросли на 32% и 31% г/г, во 2-м квартале – на 15% и 20% к уровням 1К14. Основной рост, как и в 1К14, обеспечил энергетический сегмент бизнеса (+60% г/г в 1П14, +16% кв/кв во втором квартале). В частности, выручка от продажи нефти и СУГ

выросла на 188% и 45% 1П14/1П13 после запуска терминала в Усть-Луге и роста трейдинговых операций, а также увеличения производства благодаря расширению транспортных (новый трубопровод от Пуровского ЗПК до Тобольска) и газофракционирующих мощностей. Продажи природного газа выросли на 38% г/г в 1П14 и на 48% кв/кв во втором квартале после консолидации 100% Юграгазпереработки.

Выручка нефтехимического сегмента увеличилась на 3% г/г в 1П14 и на 12% кв/кв во 2-м квартале на фоне роста выпуска базовых полимеров на площадке в Тобольске. Синтетические каучуки по-прежнему показывают слабую динамику (-20% г/г в 1П14, нулевой рост кв/кв во 2-м квартале) на фоне снижения цен и объемов по товарным каучукам.

**Рост рентабельности во 2-м квартале.** Рентабельность по EBITDA СИБУРа во 2К14 выросла на 1,3 п.п. до 29,4% на фоне положительного эффекта от запуска новых мощностей (рост загрузки мощностей по выпуску полипропилена, увеличение поставок дешевого сырья через новый трубопровод), который компенсировал негативный эффект от увеличения трейдинговых операций.

**Положительный свободный денежный поток, улучшение кредитных метрик.** На фоне существенного сокращения инвестиционной программы СИБУР закончил 1П14 и 2К14 с положительным свободным денежным потоком после дивидендов на уровне 6,9 млрд руб. и 3,1 млрд руб. Долг СИБУРа во 2-м квартале почти не изменился, левверидж в терминах чистый долг/EBITDA снизился до 1,3х на фоне роста 12-мес. EBITDA.

Короткий долг по состоянию на 1 сентября составлял 31 млрд руб., 23% от кредитного портфеля (существенное снижение по сравнению с 60% на 30/06/14). После отчетной даты компания привлекла 3-летний кредит от Промсвязьбанка на 250 млн долл. В целом график погашения смещен на ближайшие два года – суммарно более 60 млрд руб. Компания ожидает пролонгировать существующие кредиты, а также рассчитывает на доступные кредитные линии в российских и западных банках – 78 млрд руб. (из них 33 млрд руб. – подтвержденные).

**Запсиб-2: инвестиционное решение принято.** Однако главной новостью от компании стало принятие решения о строительстве проекта Запсиб-2 – нефтехимического комплекса на базе тобольской площадки по производству более 2 млн тонн мономеров, 1,5 млн тонн полиэтилена и 500 тысяч тонн полипропилена. Комплекс обойдется компании в 9,5 млрд долл. (360 млрд руб.), стройку планируется завершить через 5–5,5 лет, что подразумевает капзатраты только на этот проект в размере около 70 млрд руб. в год. При этом в отдельные годы (2016 – 2017 гг.) капитальные расходы могут составить до 75 млрд руб. – сопоставимо с уровнем предыдущего «пика» инвестиционной программы в 2012 г. Компания намерена финансировать проект за счет заемных и собственных средств.

**Рост инвестиционного бюджета, дивиденды и расчеты по M&A могут оказать давление на левверидж в 2014 г.** Проект будет начат уже в 2014 году, в связи с чем компания поднимает план капзатрат на год с 53 до 74 млрд руб. (в 2013 г. – 70 млрд руб.).

Это предполагает инвестиции порядка 48 млрд руб. во втором полугодии, что превышает сумму операционного денежного потока и полученных региональных субсидий в 1П14 (40 млрд руб.). Кроме того, СИБУР планирует выплатить промежуточные дивиденды за 6М14 в размере 7,7 млрд руб. и должен перечислить около 1 млрд долл. в рамках расчета по сделке покупки 49% Юграгазпереработка (до марта 2015 г.). Учитывая последние два факта, рост инвестиционного бюджета создает риски давления на кредитные метрики компании. С другой стороны, негативный эффект будет сглаживаться ростом денежных потоков по мере загрузки новых мощностей СИБУРа.

По оценкам менеджмента, реализация проекта не должна привести к нарушению внутренних ориентиров по леввериджу – не более 2х чистый долг/ЕВITDA на горизонте 3 лет и не более 2,5х в любой год. Отметим, что длительное превышение уровня в 2х долг/ЕВITDA может вызвать негативные рейтинговые действия со стороны Moody's.

*СИБУР: финансовые результаты по МСФО за 2К14, млн руб.*

МЛН РУБ.	2013	1П13	1П14	Г/Г	1КВ14	2КВ14	КВ/КВ
Выручка	269 814	130 030	171 712	32%	80 002	91 710	15%
ЕВITDA	76 609	37 654	49 440	31%	22 480	26 960	20%
<i>Рентабельность по ЕВITDA</i>	28,4%	29,0%	28,8%	-0,2 п.п.	28,1%	29,4%	1,3 п.п.
Операционный денежный поток	69 023	35 521	34 424	-3%	15 287	19 137	25%
Субсидии и гранты	5 971	521	5 403	937%	2 185	3 218	47%
Капитальные вложения	-70 010	-36 044	-26 520	-26%	-13 682	-12 838	-6%
Свободный денежный поток	4 984	-2	13 307	-	3 790	9 517	151%
Свободный денежный поток после дивидендов	-9 024	-7 628	6 924	-	3 790	3 134	-17%
Всего активов	419 316	386 623	593 108	53%	574 673	593 108	3%
Собственный капитал	235 154	213 676	312 271	46%	295 828	312 271	6%
Совокупный долг	100 474	94 409	129 247	37%	131 452	129 247	-2%
<i>доля краткосрочного долга, %</i>	42,5%	28,7%	37,6%	8,9 п.п.	52,1%	37,6%	-14,6 п.п.
Денежные средства и эквиваленты	7 948	4 260	14 781	247%	11 468	14 781	29%
<b>ПОКАЗАТЕЛИ</b>							
Долг/Собственный капитал, х	0,4	0,4	0,4	-	0,4	0,4	-
ЕВITDA/Процентные расходы, х	10,1	10,8	12,9	-	43,5	8,1	-
Чистый долг/12М ЕВITDA, х	1,2	1,2	1,3	-	1,5	1,3	-
12М Свободный денежный поток/ Долг, х	0,05	отр.	0,14	-	0,06	0,14	-

*Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка*

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

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ ДОЛГОВОГО И ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

ДАТА	СОБЫТИЕ	ОБЪЕМ, МЛН. РУБ.
17/09/14	Оферта по облигациям Еврофинансы-Недвиж-3	1,500
18/09/14	Выплата купона по облигациям ОФЗ 26204	5,487
18/09/14	Оферта по облигациям ГС Сухого-1	5,000
19/09/14	Оферта по облигациям УБРИР-8бо	3,000
22/09/14	Оферта по облигациям ПеноПлэкс-2	2,500
23/09/14	Оферта по облигациям Почта России-1	7,000
23/09/14	Оферта по облигациям Первобанк-3бо	2,000
23/09/14	Выплата амортизации по облигациям ГТЛК-16о	500
24/09/14	Выплата купона по облигациям Транснефть-3	6,255
24/09/14	Оферта по облигациям Бинбанк-2бо	3,000
24/09/14	Оферта по облигациям Банк Центр-Инвест-3бо	1,500

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters

## КАЛЕНДАРЬ КОРПОРАТИВНЫХ СОБЫТИЙ

ДАТА	СОБЫТИЕ	ПЕРИОД
Октябрь 2014	<b>Мечел:</b> финансовые результаты по US GAAP	2К14
12.11.14	<b>Вымпелком:</b> финансовые результаты по МСФО	3К14
17-24.11.14	<b>Ростелеком:</b> финансовые результаты по МСФО	3К14
Ноябрь 2014	<b>Nordgold:</b> финансовые результаты по МСФО	3К14
Ноябрь 2014	<b>ТМК:</b> финансовые результаты по МСФО	3К14
04.12.14	<b>Алроса:</b> финансовые результаты по МСФО	3К14

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



## Департамент анализа рыночной конъюнктуры

+7 (495) 983 18 00

### ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА

+7 (495) 988 23 75

### ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

+7 (495) 983 18 80

### ТОРГОВЛЯ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ

+7 (495) 988 24 10

### ТОРГОВЛЯ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

+7 (499) 271 91 04

Copyright © 2003 – 2014. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако ГПБ (ОАО) не осуществляет проверку представленных в этих источниках данных и не несет ответственности за их точность и полноту. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно финансовых инструментов, эмитентов, описываемых событий и анализируемых ситуаций. Мнение ГПБ (ОАО) может отличаться от мнения аналитиков. Отчет соответствует дате его публикации и может изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Аналитические материалы по эмитентам, финансовым рынкам и финансовым инструментам, содержащиеся в отчете, не претендуют на полноту. Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, представляется исключительно в информационных целях и не является советом, рекомендацией, предложением купить или продать ценные бумаги или иные финансовые инструменты, офертой или рекламой, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет может содержать информацию о финансовых инструментах, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка. Отчет не может служить основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым. Ни аналитики, ни ГПБ (ОАО) не несут ответственность за действия, совершенные на основе изложенной в этом отчете информации. ГПБ (ОАО) и/или его сотрудники могут иметь открытые позиции, осуществлять операции с ценными бумагами или финансовыми инструментами, выступать маркет-мейкером, агентом организатором, андеррайтером, консультантом или кредитором эмитента ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем отчете.