РОСБАНК
SOCIETE GENERALE GROUP

Россия

Ежедневный комментарий

www.rosbank.ru

Брифинг долговых рынков

Приложение доступно по ссылке

Ревью предыдущего дня

- **Заседание ЕЦБ завершилось без сюрпризов для рисковых активов.** Сохранение ключевых ставок на неизменном уровне и подтверждение намерений по участию ЕЦБ на открытом рынке госбумаг проблемных стран спровоцировало восходящее движение в паре EURUSD, сохранив при этом нейтрально-позитивный настрой на фондовых рынка США и Европы. Доходности американских UST'10 прибавили 4 бп (1.67%), а немецких GEB'10 не изменились (1.45%).

- **Комментарии М. Драги укрепили рубль.** Комментарии главы ЕЦБ, развернувшие динамику сырьевых рынков и европейской валюты, позволили рублю незначительно укрепиться (корзина 35.19; -7 коп). Решение ЦБР, расстроившее «ястребино» настроенных участников рынка, и ожидаемая нами плохая статистика по рынку труда США, скорее всего, отбросят корзину в верхнюю часть нейтрального коридора Банка России.

- **Новости о либерализации вновь подтолкнули рублевые бонды вверх**. Информация о допуске иностранных депозитариев, получившая новое подтверждение, подтолкнула локальный рынок госбумаг на вчерашних торгах. Бенчмарковые выпуски ОФЗ на дюрациях 4-7 лет потеряли сразу до 6 бп доходности. Корпоративный сектор, в свою очередь, отметился покупательной активностью в отраслевых бенчмарках с дюрацией около 2.5 лет.

Макроэкономика

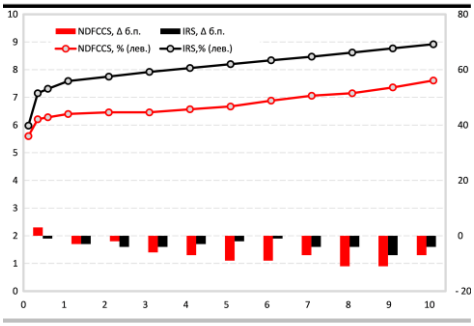
- **Инфляция.** Годовая инфляция преодолела целевой уровень ЦБР.

Корпоративные новости

- **Алроса.** Неплохие результаты за 2к'12 и позитивные ожидания на остаток года.

- **Акрон БО-1.** Рекомендуем участвовать в размещении при доходности не ниже 10%.

Индикативные кривые доходностей



Источник: Bloomberg, ММВБ, Росбанк

Ключевые индикаторы рынка

		Посл. знач	Δ день	Δ нед.
UST'10Y, %	●	1.67	+5.86	+1.90
BUND'10Y, %	●	1.45	+0.00	-1.10
LIBOR'3M, %	●	0.35	-0.03	-0.80
Россия'30, %	●	2.87	+1.70	-18.50
MosPrime'ON, %	●	5.79	+4.00	-59.00
iTraxx Xover, б.п.	●	546.90	-2.13	-18.53
EMBI+Sov, б.п.	●	271.26	-4.43	-21.50
Россия'5Y CDS, б.п.	●	140.64	+1.27	-11.51
Коррсчета, млрд. руб.	●	590.20	+36.60	-94.30
Депозиты, млрд. руб.	●	69.80	-0.10	-2.20
Операции с ЦБ, млрд. руб.	●	-78.50	-17.90	+227.90
Dow Jones	●	13 575.36	+0.60	+0.66
S&P500	●	1 461.40	+0.71	+0.98
РТС	●	1 483.03	-0.63	+0.56
ММВБ	●	1 456.74	-1.08	+0.25
Золото, $/тр. унц.	●	1 790.40	+0.63	+0.72
Нефть Brent $/барр.	●	112.58	+3.92	+0.51
Руб./$	●	31.02	-0.57	-0.18
Руб./Корзина	●	35.20	-0.19	+0.33

Источник: Bloomberg, Банк России, Росбанк

Основные события дня

Показатель	Страна	Период
Решение ЦБ по ставкам	Россия	5 октября
Изменение занятости в несельскохозяйственном секторе	США	Сентябрь
Заказы промышленности	Германия	Август

Ревью предыдущего дня

- **Заседание ЕЦБ завершилось без сюрпризов для рисковых активов**

  Можно привести много доводов за и против наличия у рынков долгосрочной/среднесрочной памяти, тем не менее, вчерашний комментарий Марио Драги по итогам заседания ЕЦБ показал, что участники рынков забыли, о чем он говорил после сентябрьского заседания. По крайней мере, Драги не сказал ничего нового об инструменте вмешательства на открытые рынки госбумаг (OMT) и оставил видение экономических и инфляционных перспектив Еврозоны неизменными. Во время сессии вопрос-ответ он также отметил определенные успехи политиков по согласованию новых фискальных стимулов и оставил решение относительно участия в централизованных программах помощи на их счет. В этом контексте, очевидно, намек был сделан на Испанию, которая продолжает уклоняться от обращения к ESM. Так или иначе, рисковые активы отреагировали в нейтрально-позитивном ключе – единая европейская валюта прибавила в весе против USD и закрепилась выше отметки 1.30. Фондовые индексы США прибавили более 0.6%, а европейские закрылись вблизи уровней закрытия среды. «Безрисковые» активы, в свою очередь, продемонстрировали снижение спроса на защитные инструменты: доходность UST'10 выросла на 4 бп до 1.67%, GEB'10 осталась без изменений 1.45%.

  Сегодня в центре внимания будет находиться ежемесячная статистика по занятости в несельскохозяйственном секторе экономики США. Несмотря на традиционную важность этого показателя для рыночных настроений, мы полагаем, что его значение (если конечно не выйдет резко позитивный или негативный аутлайнер) не будет воспринято в качестве драйвера, а все внимание рынков переключится на заседание Еврогруппы в начале следующей недели. На повестку встречи минфинов стран Еврозоны, в первую очередь, вынесено решение по очередному траншу Греции, однако не исключены и новости по детализации условий помощи ESM проблемным странам.

- **Комментарии М. Драги укрепили рубль**

  Восстановление нефтяных котировок, произошедшее на фоне укрепления европейской валюты и восстановления рисковых аппетитов, последовавшее за пресс-конференцией ЕЦБ, позволили рублю незначительно укрепиться. По итогам вчерашних торгов бивалютная корзина снизилась к отметке 35.19 (-7 коп.).

  На сегодняшнем открытии рубль продолжил поступательную динамику. Решение ЦБР сохранить процентные ставки на неизменном уровне, расстроившее «ястребино» настроенных участников рынка, в моменте отбросило котировки рубля к отметке 35.25, однако сохраняющаяся восходящая динамика нефтяных цен быстро развернула негативное движение. В то же время, основываясь на прогнозе слабого релиза рынка труда США от наших коллег из SG, по итогам дня мы ожидаем снижения котировок рубля в верхнюю часть нейтрального коридора Банка России.

- **Новости о либерализации вновь подтолкнули рублевые бонды вверх**

В четверг рынок рублевых облигаций заметно укрепил свои позиции на новостях о подтверждении допуска зарубежных депозитариев на внутренний рынок. Дополнительную поддержку оказало продолжившееся смещение кривых валютных и процентных свопов по нисходящей траектории: ставки на средних и длинных дюрациях вчера корректировались на 5-7 бп вниз. В итоге бенчмарковые выпуски ОФЗ на дюрациях 4-7 лет потеряли в доходностях до 6 бп, а на более коротких дюрациях снижение составило до 10 бп: ОФЗ 26203 (7.20%, -9 бп), ОФЗ 26208 (7.61%, -6 бп) и ОФЗ 26207 (8.17%, -4 бп). В корпоративном секторе покупками отметились бенчмарки как первого, так и второго эшелонов. В бумагах банков наиболее высокого качества можно выделить движения ВЭБа, Россельхозбанка и Росбанка на дюрациях около 2.5 лет (-5-7 бп доходности). Во втором эшелоне достаточно уверенно себя чувствовали бумаги Евраза (до -30 бп по доходности), тогда как бенчмарки Металлоинвеста слегка корректировались. Телекомы во главе с длинными бумагами Вымпелкома потеряли в доходностях до 10 бп.

Сделки по ставкам дневного и недельного фондирования все также продолжили консолидироваться на уровнях 5.50/6.00%, при этом, однако особого ажиотажа на аукционах ЦБ отмечено не было. Лимит в 180 млрд руб. вчера не был исчерпан в полном размере, а сегодня первый аукцион показал сдержанные потребности в ликвидности. Не считая локальных всплесков котировок от крупных участников, картина рынка продолжает благоприятствовать стабилизации денежных ставок на уровне 5.25/5.75% на следующей неделе. Этому также будет способствовать нейтральная позиция ЦБ, озвученная по итогам сегодняшнего заседания.

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

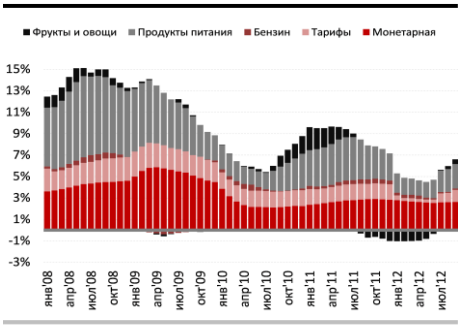
Макроэкономическая статистика

Четверг, 4 октября

Показатель	Период	Значение	Предыдущий период	Опрос	Прогноз Росбанка
Индекс потребительских цен, г/г	сентябрь	6.6%	5.9%	6.5%	6.6%

Инфляция. Как мы и ожидали, годовая инфляция в сентябре ускорилась до 6.6% с 5.9% месяцем ранее, незначительно превысив рыночный консенсус (6.5%). Запланированная на сентябрь повторная индексация регулируемых тарифов ЖКХ и ускоряющаяся продовольственная инфляция стали основными факторами увеличения инфляционного давления, добавив к годовой инфляции потребительских цен 0.3 и 0.2 пп, соответственно. Напротив, темп роста базовой инфляции остался на неизменном уровне, 5.3% г/г (ИПЦ за исключением продовольственных, энергетических, табачных изделий и тарифов), отражая тот факт, что ускорение инфляции связано исключительно с давлением на цены со стороны предложения.

Компоненты инфляции, г/г %



Источник: Росстат, Росбанк

Расширенный обзор по инфляции в сентябре доступен по ссылке.

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: Алроса

- **Алроса (Ba3/BB-/BB-) опубликовала отчетность по МСФО за 2к'12**

Выручка Алросы во 2к'12 увеличилась на 5.7% кв/кв и 7.6% г/г и составила 39.3 млрд руб. Результат был обеспечен благодаря снижению курса рубля, а также за счет повышения доходов от продаж в России (вероятно, ввиду выхода на рынок Гохрана) и роста выручки от оказания транспортных услуг. В отчетном периоде наблюдался рост цен относительно 1к'12 при более низком объеме продаж, в то время как в сравнении со 2к'11 и цены, и объемы продаж снизились. В результате показатель EBITDA повысился на 19.4% кв/кв, однако снизился на 11.5% г/г из-за цен, а также роста зарплат, затрат на ГСМ и социальных расходов до 19.3 млрд руб. Рентабельность EBITDA оказалась на уровне 49.2%.

По итогам полугодия Алроса добыла 16.4 млн карат (во 2к'12 добыто 8.3 млн карат, +2.5% кв/кв, -10.8% г/г), на 15.0% меньше, чем за аналогичный период прошлого года. Падение объясняется снижением объемов добычи на руднике Удачный, а также сокращением добычи на трубке Нюрбинская в связи с проведением профилактических работ на обогатительной фабрике. Тем не менее компания подтвердила свой производственный план по добыче порядка 34.5 млн карат в 2012 г.

Основные финансовые показатели, млн руб.

	2к'12	кв/кв	1к'12	г/г	2к'11	1п'12	г/г	1п'11
Выручка	39 329	+5.7%	37 200	+7.6%	36 547	76 529	+15.7%	66 147
Операционная прибыль	16 259	+14.2%	14 235	-16.3%	19 426	30 494	-3.4%	31 564
рентабельность, %	*41.3%*	*+3.1 пп*	*38.3%*	*-11.8 пп*	*53.2%*	*39.8%*	*-7.9 пп*	*47.7%*
EBITDA	19 334	+19.4%	16 191	-11.5%	21 843	35 525	-1.0%	35 878
рентабельность, %	*49.2%*	*+5.6 пп*	*43.5%*	*-10.6 пп*	*59.8%*	*46.4%*	*-7.8 пп*	*54.2%*
FFO	13 929	+32.4%	10 524	-6.1%	14 829	24 453	-0.6%	24 606
рентабельность, %	*35.4%*	*+7.1 пп*	*28.3%*	*-5.2 пп*	*40.6%*	*32.0%*	*-5.2 пп*	*37.2%*
Чистая прибыль	3 503	-72.4%	12 688	-75.9%	14 557	16 191	-38.4%	26 267
рентабельность, %	*8.9%*	*-25.2 пп*	*34.1%*	*-30.9 пп*	*39.8%*	*21.2%*	*-18.6 пп*	*39.7%*
Активы	299 348	+3.3%	289 669	+23.5%	242 411	299 348	+23.5%	242 411
Собственные средства	121 561	-3.4%	125 884	+7.0%	113 576	121 561	+7.0%	113 576
Долгосрочный долг	60 718	-14.9%	71 377	-11.7%	68 759	60 718	-11.7%	68 759
Краткосрочный долг	74 803	+34.6%	55 564	+144.9%	30 543	74 803	+144.9%	30 543
Чистый долг	121 991	+10.0%	110 907	+43.0%	85 311	121 991	+43.0%	85 311
Чистый долг/EBITDA LTM	1.88x	+0.23x	1.65x	+0.18x	1.70x	1.88x	+0.18x	1.70x
FFO LTM/Чистый долг	37.2%	-4.6 пп	41.8%	+1.7 пп	35.5%	37.2%	+1.7 пп	35.5%
EBITDA/Проценты	8.68x	-0.61x	9.29x	-3.54x	12.22x	8.95x	-0.91x	9.86x

Источник: отчетность по МСФО, расчеты Росбанка

Чистый долг Алросы увеличился на 10.0% за квартал под воздействием девальвации рубля на валютную часть долга. Кроме того, капитальные вложения в размере 6.9 млрд руб. и сезонное увеличение оборотного капитала на 7.8 млрд руб., вызванное ростом запасов и дебиторской задолженности, привели к тому, что компания получила отрицательный FCF в размере 818 млн руб. На этом фоне долговая нагрузка по показателю Чистый долг/EBITDA LTM поднялась до 1.88x. Доля краткосрочного долга в кредитном портфеле компании превысила 55%, а, по данным презентации, по состоянию на октябрь компании предстоят выплаты по долгам на сумму $1.7 млрд до конца 2012 г. Часть задолженности может быть погашена за счет собственных средств компании и притока наличности от реализации доли в проекте Тимир. Задолженность в размере $1.3-1.4 млрд планируется рефинансировать посредством займов в банках и размещения рублевых облигаций. Продажа газовых активов по-прежнему является одним из приоритетов компании и, по словам менеджмента, наиболее вероятно, произойдет уже в 2013 г.

В летние месяцы наблюдалось снижение цен и спроса на алмазы. В частности, в августе появлялись сообщения о том, что Алроса и De Beers разрешали своим клиентам откладывать покупки по долгосрочным контрактам на более поздний срок. Однако осенью отмечается оживление на рынке, благодаря чему компания прогнозирует объем продаж на уровне производства, цены на алмазы ювелирного качества на уровне средних за 2011 г., а на индустриальные алмазы – на 20% выше прошлогодних. Это позволяет рассчитывать, что финансовые результаты будут близки к показанным в 2011 г.

Облигации и еврооблигации Алросы торгуются существенно лучше долговых бумаг компаний сравнимой рейтинговой категории и находятся на уровне бумаг компаний горнодобывающего сектора с рейтингами выше на 2 ступени. Мы позитивно оцениваем перспективы компании и считаем, что кредитные рейтинги Алросы могут быть повышены на одну ступень в случае успешного рефинансирования краткосрочного долга и поддержания финансовых показателей на текущем уровне по итогам года. Также мы бы не исключали дальнейшего повышения рейтинга после продажи газовых активов, однако сдерживающим

моментом в этом отношении может стать желание основных акционеров – РФ и правительства республики Якутия – приватизировать пакет акций компании.

Первичный рынок: Акрон БО-1

- **Акрон (B1/-/B+) готовит выпуск биржевых облигаций на 5 млрд руб.**

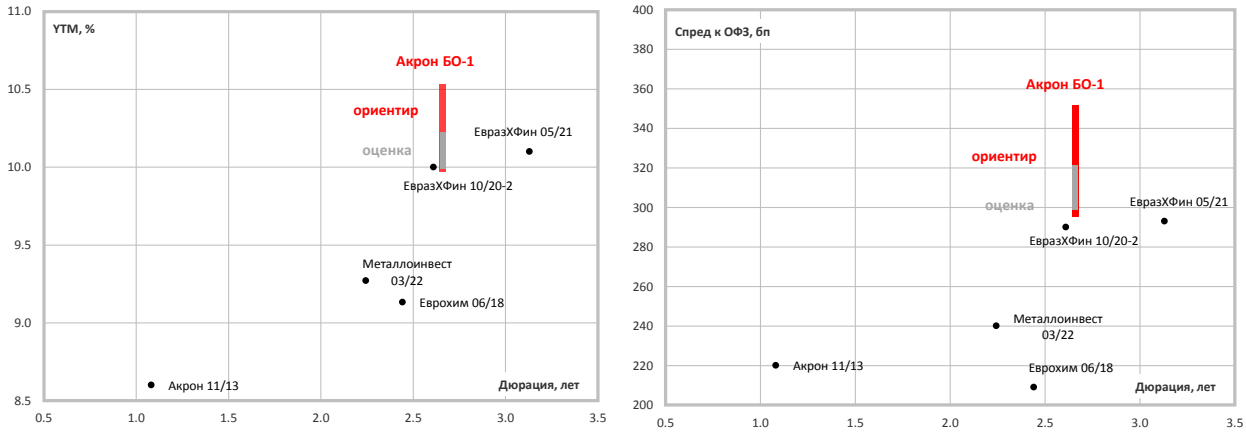
Эмитент	Акрон
Рейтинги эмитента	B1/-/B+
Вид ценных бумаг	Биржевые облигации
Способ размещения	Букбилдинг
Период сбора заявок	10-12 октября
Дата размещения	16 октября
Объем, млн руб.	5 000
Срок обращения	3 года
Ориентир YTM/купон	9.99-10.51% / 9.75-10.25%
Наша оценка	10.01-10.21% / 9.77-9.96%

Акрон планирует открыть книгу заявок на покупку дебютного выпуска биржевых облигаций объемом 5 млрд руб. со сроком обращения 3 года. Предложенные организаторами ориентиры предполагают спред к суверенной кривой в размере 297-350 бп. Бумаги Акрона на вторичном рынке характеризуются низкой ликвидностью и не могут быть использованы в качестве базы для сравнения, как и низколиквидные облигации Еврохима (-/BB/BB), к тому же существенно превосходящего Акрон по рейтингам и объемам бизнеса.

Отраслевая принадлежность Акрона к более сильной по характеристикам в сравнении с черной металлургией отрасли минеральных удобрений, по нашему мнению, позволяет использовать для сравнения уровни, на которых торгуется превосходящий Акрон по кредитным рейтингам Евраз (Ba3/B+/BB-). Бумаги Евраза с дюрацией 2.6 года торгуются со спредом 290 бп к ОФЗ и имеют потенциал снижения доходностей около 10-20 бп. Акрон, по нашей оценке, должен предлагать премию к Евразу около 20-30 бп, что означает спред 300-320 бп к ОФЗ.

Таким образом, мы рекомендуем участвовать в размещении при доходности не ниже 10%.

Индикативная оценка справедливого уровня доходности облигаций Акрон БО-1



Источник: ММВБ, Росбанк

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** VAShapovalenko@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, CFA, FRM EKoshelev@mx.rosbank.ru +7 (495) 725-5637	**Александр Ройко** ARoiko@rosbank.ru +7 (495) 604-7461	**Павел Малявкин** PVMalyavkin@rosbank.ru +7 (495) 725-5713	**Евгений Курочкин** evgeniy.kurochkin@socgen.com +7 (495) 725-57-44	**Татьяна Амброжевич** TAmbrozhevitch@mx.rosbank.ru +7 (495) 956-6714
Владимир Цибанов VNTsibanov@mx.rosbank.ru +7 (495) 725-5637	**Михаил Петушков** MAPetushkov@rosbank.ru +7 (495) 604-7461		**Александра Павлова** avpavlova@rosbank.ru +7 (495) 725-57-44	**Юрий Новиков** YSNovikov@mx.rosbank.ru +7 (495) 234-0974
Александр Сычев AASychev@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	
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