

Брифинг **ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ**

Приложение доступно по [ссылке](#)

Ревью предыдущего дня

- Рисковые активы замерли в ожидании решения ЕЦБ.** В то время как индикаторы деловых ожиданий в сфере услуг крупнейших стран Еврозоны не сумели воодушевить рынки, слухи от чиновников из ЕЦБ о повестке сегодняшнего заседания также не вызвали бурной реакции. В итоге европейские (Euro Stoxx 50 +0.2%) и американские (S&P 500 -0.1%) индексы закрылись на уровнях вторника, а «безрисковые» UST'10 (1.59%, +3 бп) и GEB'10 (1.50%, +6 бп) продолжили расхождение доходностей.
- Ожидания монетарных стимулов со стороны ЕЦБ укрепили рубль.** Снижение нефтяных цен, вызванное публикацией разочаровывающих данных по экономике США, позволило сохранить восходящий тренд котировок бивалютной корзины (36.08, +4 коп.). Хотя мы и сохраняем позитивный настрой в отношении рубля, большой объем коротких позиций против иностранных валют при разочаровании в итогах заседания ЕЦБ может с легкостью вытолкнуть корзину к 36.30-36.40.
- Движение госбондов «против рынков» продолжилось.** Не удовлетворенный спрос на аукционе Минфина переместился на вторичный рынок и способствовал снижению доходностей на средних и длинных дюрациях на 5-15 бп. В корпоративном секторе были видны точечные покупки в банковских и телекоммуникационных бенчмарках, однако металлурги не разделили настроений.

Макроэкономика

- Недельная инфляция.** Годовая инфляция преодолела порог ЦБР.

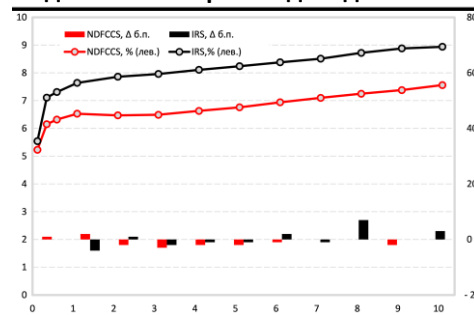
Корпоративные новости

- Аэрофлот.** Слабые результаты за 1п'12 по МСФО. Однако светлое будущее практически не вызывает сомнений.
- НМТП.** Предварительные результаты по МСФО за 2к'12. Долговая нагрузка снизилась.
- Группа ЛСР 3.** Привлекательное предложение.

Основные события дня

Показатель	Страна	Период
Валовой внутренний продукт	Еврозона	2 квартал
Изменение занятости по оценке компании ADP	США	Август
Индикатор деловых ожиданий ISM в сфере услуг	США	Август

Индикативные кривые доходностей



Источник: Bloomberg, ММВБ, Росбанк

Ключевые индикаторы рынка

	Посл. знач	Δ день	Δ нед.
UST'10Y, %	1.60	+2.38	-5.46
BUND'10Y, %	1.48	+8.80	+9.90
LIBOR'3M, %	0.41	-0.20	-1.19
Россия'30, %	2.91	-8.30	-15.70
MosPrime'ON, %	5.28	+53.00	-39.00
iTraxx Xover, б.п.	558.41	-10.51	-21.29
EMBI+Sov, б.п.	304.01	-3.20	+1.71
Россия'5Y CDS, б.п.	155.97	-5.14	-8.01
Коррсчета, млрд. руб.	514.60	-183.00	-187.00
Депозиты, млрд. руб.	84.80	-149.70	-23.60
Операции с ЦБ, млрд. руб.	9.80	+213.60	+19.80
Dow Jones	13 047.48	+0.09	-0.46
S&P500	1 403.44	-0.11	-0.50
PTC	1 391.02	-1.06	-1.38
ММВБ	1 421.62	-1.05	-1.09
Золото, \$/тр. унц.	1 693.55	-0.01	+2.04
Нефть Brent \$/барр.	113.09	-0.96	+0.49
Руб./\$	32.30	-0.01	+0.40
Руб./Корзина	36.07	+0.13	+0.67

Источник: Bloomberg, Банк России, Росбанк

Ревью предыдущего дня

- **Рисковые активы замерли в ожидании решения ЕЦБ**

В преддверии знакового заседания ЕЦБ, намеченного на вторую половину сегодняшнего дня, рискованные активы вчера предпочли взять паузу, игнорируя не только статистику, но и неофициальные комментарии от чиновников ЕЦБ по повестке заседания регулятора. Августовские данные по деловым ожиданиям в сфере услуг крупнейших европейских стран, особенно Франции, не сумели удивить в лучшую сторону, а розничные продажи в Еврозоне уложились строго в консенсус прогноз. В то же время локальную поддержку покупателям оказали просочившиеся в новостные ленты сообщения о решении ЕЦБ в пользу неограниченной покупки на открытом рынке госбумаг проблемных стран. И хотя мы не исключаем раскрытия некоторых, но все же не всех, положений программы участия ЕЦБ совместно с фондами ESM/EFSF на открытом рынке на пресс-конференции Марио Драги, мы все же склонны оценивать «предварительные» заявления как спекулятивные. Даже с формальной точки зрения, не учитывая политический подтекст сопротивления со стороны Бундесбанка и предстоящее решение Конституционного суда Германии по легитимности трансформации фондов ESM/EFSF, неограниченная покупка не вписывается в рамки мандата единого европейского регулятора в контексте монетизации госдолга стран участниц монетарного союза. В остальном, сегодня мы можем услышать от ЕЦБ намеки на выравнивание прав требований частного и публичного секторов по долгу проблемных стран, а также увидеть сужение процентного коридора за счет понижения ключевой ставки рефинансирования на 25 бп (до 50 бп) и ослабление требований к залоговым бумагам по инструменту рефинансирования в ЕЦБ. В результате мировые фондовые индексы Euro Stoxx 50 (+0.2%) и S&P 500 (-0.1%) торговались вблизи уровней закрытия предыдущей сессии, а «безрисковые» инструменты продолжили фиксировать расхождение доходностей UST'10 (1.59%, +3 бп) и GEB'10 (1.50%, +6 бп) не в пользу последних.

Сегодня помимо решения ЕЦБ внимание заслуживают квартальные значения валового внутреннего продукта в Еврозоне и оценки изменения занятости в США от компании ADP. В довершение Институт менеджеров по закупкам выпустит индикатор деловых ожиданий в сфере услуг США.

- **Ожидания монетарных стимулов со стороны ЕЦБ укрепили рубль**

Разворот котировок нефти марки Brent, пробивших \$113 за баррель на фоне публикации неубедительных данных деловой активности США, усилил коррекцию рубля на открытии вчерашних торгов (36.13). Однако в дальнейшем позитивный настрой рынков позволил сломить негативную динамику торгов, и бивалютная корзина незначительно повысилась в цене против предыдущего закрытия, достигнув уровня 36.08 (+4 коп).

На сегодняшнем открытии умеренно позитивный настрой на рынке привел к дальнейшему снижению бивалютной корзины к отметке 36 руб. Как мы можем наблюдать, рынок продолжает формировать позитивные ожидания относительно сегодняшнего заседания ЕЦБ, стимулирующие рост рискованных активов. Хотя мы ожидаем сбалансированных решений от монетарных регуляторов и сохраняем позитивный настрой в отношении рубля, который видится нам недооцененным при текущих уровнях нефти и росте аппетита к риску, в то же время мы не исключаем моментальных разочарований, сопровождающихся стремительным ростом корзины к уровню 36.30-36.40.

• Движение госбондов «против рынков» продолжилось

Ни падение нефтяных котировок, ни волатильное движения рубля в интервенционном коридоре ЦБ вновь не сдержали интенсивного спроса на средние и длинные бенчмарки ОФЗ. Хотя активность в первой половине сессии была достаточно сдержанной, к концу торгов участники сдвинули доходности базовых бумаг на 5-15 бп: ОФЗ 26204 (7.50%, -14 бп) и ОФЗ 26205 (7.78%, -5 бп). Воодушевленный спросом на аукционе Минфина (36 млрд руб.) выпуск ОФЗ 26209 на вторичном рынке сдвинулся по доходности на 8 бп вниз. В корпоративном сегменте оптимизм слегка угас, однако точечные покупки в банковских бенчмарках первого эшелона (ВЭБ, Россельхозбанк, ВТБ; -5 бп по доходности) и телекомов (Вымпелком, МТС; -5-8 бп) второго эшелона сохранили актуальность. Обратной стороной сессии стали синхронные распродажи в бумагах металлургов (Евраз, ММК, Северсталь; +7-10 бп по доходности).

В свете погашения участниками денежного рынка задолженности по недельному РЕПО в объеме около 400 млрд руб. в сопровождении со сдерживанием Банком России лимитов дневного РЕПО на минимальных уровнях (20 млрд руб.) было спровоцировано очевидное повышение депозитных ставок на коротком участке (день, неделя) на уровень 5.25/5.75%. Тем не менее ни итоги аукциона Казначейства по размещению месячных депозитов, ни вчерашнее дневное РЕПО (востребовано 45 из 70 млрд руб.) не указывают на возникновение острой нехватки средств в системе и позволяют рассчитывать на сохранение ставок в пределах текущих уровней.

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

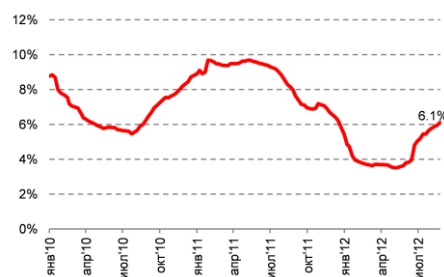
Макроэкономическая статистика

Среда, 5 сентября

Показатель	Период	Значение	Предыдущий период	Опрос	Прогноз Росбанка
Недельная инфляция (н/н)	с 28 августа по 3 сентября	0.2%	0.0%	-	-
Накопленная недельная инфляция (с начала года)	с 1 января по 3 сентября	4.8%	4.7%	-	-

Недельная инфляция. По итогам недели с 28 августа по 3 сентября, на фоне повторной индексации тарифов ЖКХ, индекс потребительских цен прибавил 0.2%. Повышение темпов роста цен и эффект низкой базы прошлого года привели к ускорению годовой инфляции до 6.1% г/г. Таким образом, темп роста потребительских цен превысил верхний целевой ориентир Банка России. Продолжающееся ускорение инфляции, которая по итогам года, согласно нашему прогнозу достигнет отметки 7.1% и возможное недостижение таргета следующего года, может вызвать ужесточение регулятором процентной политики уже на сентябрьском заседании.

Темпы прироста ИПЦ за неделю (н/н 4wma)



Источник: Росстат, 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: Аэрофлот, НМТП

 • **Аэрофлот (-/-/BB+) опубликовал результаты по МСФО за 1п'12**

Выручка Аэрофлота за 1п'12 увеличилась на 54.2% г/г до \$3.6 млрд. Результат по большей части был обеспечен ростом объемов авиаперевозок в связи с консолидацией пяти приобретенных компаний. Выручка самого Аэрофлота увеличилась на 25% г/г до \$2.6 млрд за счет роста пассажирооборота и доходности на пассажирокилометр. Однако показатель EBITDA повысился лишь на 5.0% г/г, а рентабельность упала до 6.6%. Негативная динамика объясняется убыточностью консолидированных региональных перевозчиков на операционном уровне и ростом цен на топливо.

Основные финансовые показатели, \$ млн

	1п'12	г/г	1п'11	пг/пг	2п'11	2011	г/г	2010
Выручка	3 614	+54.2%	2 344	+19.1%	3 034	5 378	+24.5%	4 319
Операционная прибыль adj	104	-53.8%	226	-43.7%	185	280	-43.9%	499
рентабельность, %	2.9%	-6.7 пп	9.6%	-3.2 пп	6.1%	5.2%	-6.3 пп	11.6%
EBITDAR	506	+27.8%	396	-2.8%	521	916	-11.9%	1 040
рентабельность, %	14.0%	-2.9 пп	16.9%	-3.2 пп	17.2%	17.0%	-7.0 пп	24.1%
EBITDA	237	+5.0%	226	-24.0%	312	538	-23.4%	702
рентабельность, %	6.6%	-3.1 пп	9.6%	-3.7 пп	10.3%	10.0%	-6.3 пп	16.3%
FFO	167	-3.2%	172	-11.3%	188	360	-44.5%	648
рентабельность, %	4.6%	-2.7 пп	7.3%	-1.6 пп	6.2%	6.7%	-8.3 пп	15.0%
Чистая прибыль	7	-98.1%	377	-93.8%	115	491	+94.0%	253
рентабельность, %	0.2%	-15.9 пп	16.1%	-3.6 пп	3.8%	9.1%	+3.3 пп	5.9%
Активы	5 504	+2.9%	5 347	+3.1%	5 336	5 336	+17.9%	4 526
Собственные средства	1 333	-12.9%	1 530	-5.1%	1 404	1 404	+21.6%	1 155
Долгосрочный долг	1 410	-27.2%	1 936	-16.3%	1 685	1 685	-10.4%	1 881
Краткосрочный долг	706	+211.7%	227	+21.6%	581	581	+249.6%	166
Чистый долг	1 553	+21.4%	1 280	-16.1%	1 852	1 852	+41.4%	1 310
Чистый долг/EBITDA LTM	2.83x	+0.92x	1.91x	-0.61x	3.44x	3.44x	+1.58x	1.87x
Чистый долг adj/EBITDAR LTM	5.23x	+1.26x	3.98x	-0.09x	5.33x	5.33x	+1.47x	3.86x
FFO LTM/Чистый долг	22.8%	-27.0 пп	49.8%	+3.4 пп	19.4%	19.4%	-30.1 пп	49.5%
EBITDA/Проценты	4.14x	+0.75x	3.39x	-0.76x	4.90x	4.12x	-0.90x	5.02x

Источник: отчетность по МСФО, расчеты Росбанка

Чистый долг компании сократился на 16.1% за полугодие и составил \$1.6 млрд. Долговая нагрузка по показателю Чистый долг/EBITDA LTM сократилась до 2.83x, а по более корректному показателю – отношению скорректированного на обязательства по операционному лизингу чистого долга к EBITDAR маржинально снизился до 5.23x.

Капитальные вложения за отчетный период в размере \$83 млн были покрыты операционным потоком компании, а за счет сезонного увеличения кредиторской задолженности Аэрофлот получил положительный FCF в \$460 млн.

При стабильных ценах на нефть рентабельность компании во 2п'12 улучшится под воздействием сезонных факторов и сокращения убытков дочерних компаний, выход которых на уровень безубыточности планируется в середине следующего года.

Находящиеся в обращении выпуски биржевых облигаций компании характеризуются невысокой ликвидностью, а предлагаемая компенсация в виде премии 170-180 бп к суверенной кривой делает их непривлекательными для инвестиций.

• **НМТП (Ваз/ВВ/-) опубликовал предварительные результаты по МСФО за 2к'12**

Выручка компании во 2к'12 снизилась на 3.0% кв/кв и составила \$266 млн. Показатель EBITDA снизился на 12.9% кв/кв до \$148 млн, рентабельность сократилась до 55.7%.

Результаты полугодия зафиксировали рост выручки на 9.5% г/г до \$541 млн благодаря снятию эмбарго на экспорт зерна. Повышение эффективности операционной деятельности компании позволило повысить EBITDA на 31.6% до \$319 млн, а рентабельность – до 58.9%.

Основные финансовые показатели, \$ млн

	2к'12	кв/кв	1к'12	г/г	2к'11	1п'12	г/г	1п'11
Выручка	266	-3.0%	275	+2.0%	261	541	+9.5%	494
Операционная прибыль	132	-10.6%	148	+28.4%	103	281	+41.0%	199
рентабельность, %	49.7%	-4.2 пп	53.9%	+10.2 пп	39.5%	51.8%	+11.6 пп	40.3%
EBITDA	148	-12.9%	170	+17.9%	126	319	+31.6%	242
рентабельность, %	55.7%	-6.3 пп	62.0%	+7.5 пп	48.2%	58.9%	+9.9 пп	49.0%
Чистая прибыль	(112)		253		79	141	-36.6%	222
рентабельность, %	-42.0%	-134.0 пп	92.1%	-72.2 пп	30.2%	26.1%	-19.0 пп	45.0%
Активы	3 718	-12.1%	4 228	-12.3%	4 239	3 718	-12.3%	4 239
Собственные средства	1 065	-19.2%	1 318	-10.8%	1 194	1 065	-10.8%	1 194
Долгосрочный долг	2 191	+4.0%	2 107	+0.2%	2 187	2 191	+0.2%	2 187
Краткосрочный долг	89	-78.0%	406	-78.2%	408	89	-78.2%	408
Чистый долг	2 121	-5.5%	2 245	-15.9%	2 523	2 121	-15.9%	2 523
Чистый долг/EBITDA LTM	3.37x	-0.33x	3.70x	-0.93x	4.30x	3.37x		4.30x*
EBITDA/Проценты	2.61x	-1.79x	4.41x	-1.58x	4.20x	3.41x	-0.03x	3.43x

* данные компании

Источник: отчетность по МСФО, расчеты Росбанка

Инвестиции в 1п'12 составили всего \$21 млн, и до конца года не предвидится существенного повышения капитальных вложений. При операционном потоке в размере \$238 млн, а также благодаря обесценению рубля это позволило снизить чистый долг до \$2.1 млрд. Показатель Чистый долг/EBITDA LTM снизился до 3.37x. Кроме того, кредитный профиль НМТП характеризуется низким уровнем краткосрочного долга: до 2014 г. предстоят погашения на \$130 млн.

Во 2п'12 ожидается дальнейший рост грузооборота (прогноз компании на 2012 г. – 170 тыс. т), однако определенные опасения вызывает ситуация с экспортом зерна в связи с плохим урожаем.

Выпуск рублевых облигаций НМТП БО 04/15, по нашему мнению, не имеет существенного потенциала роста, торгуясь со спредом к ОФЗ в размере 235 бп при дюрации 2.35 года, что является неплохим уровнем для компании с высокой долговой нагрузкой.

Первичный рынок: Группа ЛСР 3

- Группа ЛСР (B2/-/B) планирует разместить облигации на 3 млрд руб.

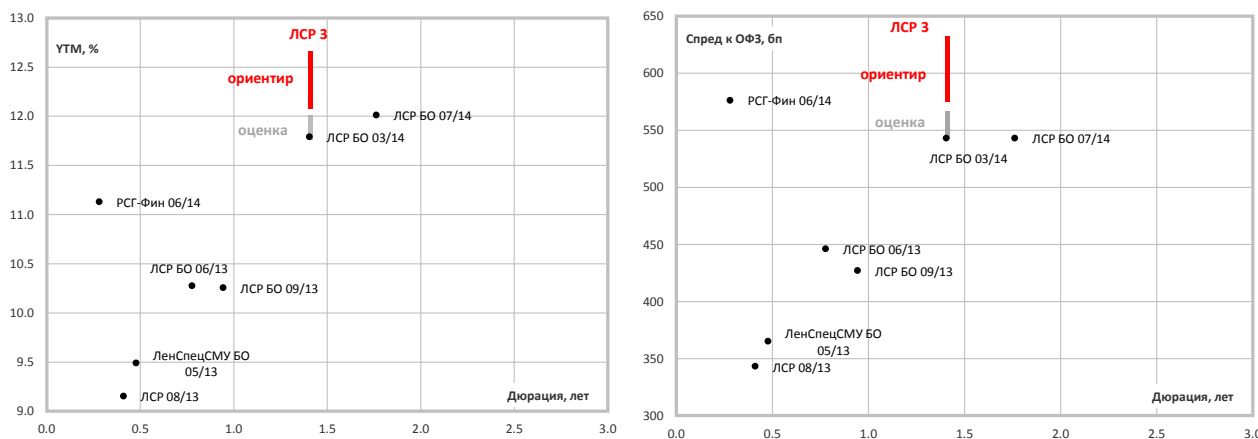
Эмитент	Группа ЛСР
Рейтинги эмитента	B2/-/B
Вид ценных бумаг	Облигации
Способ размещения	Конкурс
Дата размещения	14 сентября
Объем, млн руб.	3 000
Срок обращ./оферта	5 лет / 1.5 года
Ориентир УТМ/купон	12.10-12.63% / 11.75-12.25%
Наша оценка	11.79-11.99% / 11.45-11.65%

Компания планирует провести конкурс по определению ставки купона облигаций объемом 3 млрд руб. со сроком обращения 5 лет и офертой через 1.5 года 14 сентября. Кроме того, на 13 сентября компания назначила выкуп облигаций ЛСР БО 08/13 по цене 100.6% от номинала, которые после объявления оферты подорожали в цене на 20 бп до 100.54%.

На вторичном рынке облигации компании с дюрацией более года предлагают щедрую компенсацию в виде премии к суверенной кривой в размере 520-540 бп (доходность от 11.6%), что существенно выше уровней компенсации за более короткие долги ЛСР, не превышающие 450 бп. Предлагаемый компанией ориентир предполагает спред 563-616 бп к ОФЗ, что означает премию от 30 бп ко вторичному рынку.

Мы считаем, что предложение компании привлекательно, кроме того, мы не исключаем возможности понижения ориентира при отсутствии внешнего негатива, а также, учитывая оферту по выпуску ЛСР БО 08/13.

Индикативная оценка справедливого уровня доходности облигаций Группа ЛСР 3



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 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 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 YNovikov@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