РОСБАНК
SOCIETE GENERALE GROUP

Рынок долговых инструментов

Ежедневный комментарий

www.rosbank.ru

Брифинг долговых рынков

Приложение доступно по ссылке

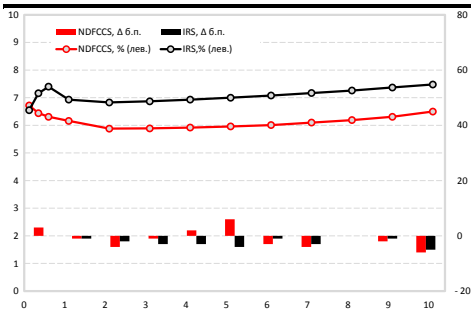
Ревью предыдущего дня

- **Рисковые аппетиты не иссякают вопреки удручающим данным.** Дихотомия статистических и монетарных стимулов продолжения покупок на рынках рисковых активов осталась на стороне последних (Euro Stoxx 50 +0.50%, S&P 500 +0.51%), однако защитные инструменты демонстрируют недоверие к программам монетарного смягчения: UST'10 (1.93%, б.и.), Bunds'10 (1.38%, б.и.).
- **Интерес к евробондам снизился.** Премия CDS России поднялась до 132 бп, а суверенная кривая прибавила 3-4 бп. Корпоративный сегмент последовал за госбумагами.
- **Рост нефтяных контрактов поддерживает рубль**. Ожидаемое решение Банка России практически не изменило баланс сил на рублевом валютном рынке (корзина 35.52; +2 коп.). Восстановление нефтяных котировок и приближение налогов окажут поддержку рублю на сегодняшних торгах.
- **Аукционы Минфина прошли без сюрпризов.**
- **Решение ЦБР в моменте не оказало последствий на денежный рынок.**

Корпоративные новости

- **Вымпелком.** Отчетность по МСФО за 1к’13: показатели остаются под давлением регулятивных изменений в Европе.

Индикативные кривые доходностей



Источник: Bloomberg, Московская Биржа, Росбанк

Ключевые индикаторы рынка

	Посл. знач.	Δ день	Δ нед.
UST'10Y, %	1.93	-3.93	+16.82
BUND'10Y, %	1.38	+0.80	+11.30
LIBOR'3M, %	0.27	+0.00	-0.10
Россия'30, %	2.89	+7.80	+10.70
MosPrime'ON, %	6.46	-4.00	+21.00
iTraxx Xover, б.п.	385.51	-2.99	+11.66
EMBI+Sov, б.п.	268.09	+5.07	+2.44
Россия'5Y CDS, б.п.	131.73	+3.56	+1.84
Коррсчета, млрд. руб.	866.30	-87.10	+140.00
Dow Jones	15 275.69	+0.40	+1.12
S&P500	1 658.78	+0.51	+1.57
РТС	1 391.01	-1.56	-4.40
ММВБ	1 391.98	-0.99	-2.94
Золото, $/тр. унц.	1 393.03	-2.32	-5.37
Нефть Brent $/барр.	103.68	+1.04	-0.64
Руб./$	31.48	+0.49	+1.28
Руб./Корзина	35.53	+0.02	+0.04

Источник: Bloomberg, Банк России, Росбанк

Перечень наших свежих публикаций
на последней странице

Основные события дня

Показатель	Страна	Период
Индекс потребительских цен	США, Еврозона	Апрель
Обращения за пособием по безработице	США	10 мая
Объемы начатого строительства	США	Апрель

Ревью предыдущего дня

- **Рисковые аппетиты не иссякают вопреки удручающим данным**

Во вторник мировые рынки получили пищу для размышлений в виде большого пакета статданных из США и Европы, однако неубедительные признаки экономического восстановления по обе стороны Атлантики не помешали синхронному росту мировых фондовых индексов (Euro Stoxx 50 +0.50%, S&P 500 +0.51%). В частности, темпы роста валового внутреннего продукта Еврозоны оказались хуже ожиданий в связи с ослаблением немецкой страновой компоненты, тогда как в разрезе конъюнктурных групп подкачали темпы наращивания запасов и инвестиций. В США углубление негативной динамики показало промышленное производство, хотя и продолжение тренда было в рамках ожиданий на фоне высоковолатильных «погодозависимых» показателей, однако предыдущий теплый месяц вернул утраченный оптимизм строителям. Вполне вероятно, получая негативные или смешанные данные, участники рынков предпочитают возвращаться к эйфории монетарного смягчения крупнейших ЦБ и, соответственно, делают ставку на сохранение темпов выкупа госбумаг Федеральной Резервной Системой в 2п'13. Мы все же полагаем, что американская экономика в этот период начнет более убедительное восстановление и уже ничто не помешает ФРС снизить темпы QE3. Как ни странно, но рынки защитных активов продолжают разыгрывать именно этот сценарий, демонстрируя устойчивость доходностей на локальных максимумах: UST'10 (1.93%, б.и.), Bunds'10 (1.38%, б.и.).

Сегодня в календаре помимо регулярной статистики – индекс потребительских цен (США, Еврозона), обращения за пособием по безработице (США), объемы начатого строительства и количество выданных разрешений на строительство (США) – присутствует серия выступлений «монетарных» чиновников ФРС (Розенгрен, Фишер, Вильямс), внимание к которым обосновано необходимостью прояснить позиции по программе количественного смягчения в преддверии следующего заседания FOMC.

- **Интерес к евробондам снизился**

Интерес инвесторов к российским рискам вчера понизился – кредитная премия CDS повысилась до 132 бп, а суверенная кривая поднялась на 3-4 бп. Корпоративные бумаги не развивали самостоятельных идей, последовав за госбумагами. На первичном рынке Сбербанк проводит встречи с инвесторами для размещения десятилетнего выпуска субординированных облигаций в долларах. Сообщается, что ориентир доходности находится около 5.25% годовых, что предполагает премию к обращающимся выпускам банка.

- **Рост нефтяных контрактов поддерживает рубль**

Во многом проигнорировав колебания нефтяных котировок, рубль закончил вчерашние торги вблизи уровней предыдущего закрытия. Ожидаемое большинством участников рынка решение ЦБР также не оказало практически никакого влияния на динамику российской валюты. В результате по итогам дня стоимость бивалютной корзины подросла на 2 коп., остановившись на отметке 35.52. На сегодняшнем открытии бивалютная корзина незначительно снижается в цене (34.45), отыгрывая рост котировок нефти, приблизившихся к отметке $103/баррель после вчерашней публикации слабых данных по промышленности в США, подогревших ожидания, что ФРС не будет спешить сворачивать

стимулирующую программу. В ближайшие дни мы ожидаем увидеть продолжение умеренного тренда на укрепление рубля, поддерживаемое приближением налоговых платежей и высокими аппетитами к риску.

- **Аукционы Минфина прошли без сюрпризов**

Аукционы Минфина по размещению ОФЗ 26211 и ОФЗ 25081 прошли в смешанном режиме. Спрос на 10-летний бенчмарк (26211) оказался в пределах предложения регулятора, в результате чего средневзвешенная доходность вплотную приблизилась к верхней границе целевого диапазона (6.64%). Более короткий выпуск, в свою очередь, собрал двойную переподписку на предложенный объем (20 против 10 млрд руб.), что позволило снизить средневзвешенную доходность в сторону нижней границы (6.20%). Впоследствии вторичный рынок ОФЗ держался в умеренном тонусе, чему способствовали не столько результаты аукционов, сколько продолжение шагов ЦБР в направлении либерализации вспомогательных инструментов рефинансирования (ОФЗ 26205 (6.44%; -3 бп), ОФЗ 26207 (6.88%; -4 бп), ОФЗ 26212 (7.04%; б.и.)).

- **Решение ЦБР в моменте не оказало последствий на денежный рынок**

Регулятор по итогам вчерашнего заседания ожидаемо снизил ставки некоторых вспомогательных инструментов рефинансирования, оставив ключевые индикаторы без изменения. Очередное маржинальное понижение ставок (25 бп) по инструментам кредитования под залог нерыночных активов, а также среднесрочных инструментов РЕПО под залог ценных бумаг не приведет к резкому изменению картины денежного рынка, основной опорой которого остаются дневное и недельное РЕПО, а предельное ценообразование фронтальных ставок в моменте формируют операции валютного свопа с ЦБ. Кроме того, это не позволит разрешить острую проблему структурного дефицита ликвидности по мере приближения к очередному налоговому периоду, в частности в ходе вчерашней сессии дневные и недельные депозитные ставки продолжили колебаться в пределах отметки 6.25/6.50%, хотя рублевая часть валютного свопа и не дотянула до бида ЦБ (6.50%). Тем не менее, в среднесрочной перспективе действия ЦБ способствуют смягчению перехода к новому механизму рефинансирования и улучшают трансмиссионный механизм, влияя на крутизну наклона кривой денежного рынка в перспективе нескольких месяцев.

Владимир Колычев
+7 (495) 725-56-37
VKolychev@mx.rosbank.ru

Евгений Кошелев, CFA, FRM
+7 (495) 662-1300, доб. 14838
EKoshelev@mx.rosbank.ru

Владимир Цибанов
+7 (495) 662-1300, доб. 14834
VNTsibanov@mx.rosbank.ru

Корпоративные новости

Финансовые результаты: Вымпелком

- **VimpelCom Ltd (Ba3/BB/-) опубликовала отчетность по МСФО за 1к'13**

Выручка компании в 1к'12 снизилась на 0.5% г/г и на 6% кв/кв. Отрицательная динамика объясняется в основном значительным регулятивным сокращением тарифов на терминацию голосового трафика (MTR) в Италии, а также укреплением доллара США к большинству функциональных валют компании.

Несмотря на негативные факторы, EBITDA увеличилась на 1.6% г/г, рентабельность EBITDA достигла 42% благодаря реализации стратегии, направленной на повышение эффективности и сокращение издержек, а также в результате роста доли доходов от продажи услуг с более высокой добавленной стоимостью.

Основные финансовые показатели, $ млн

	1к'13	г/г	1к'12	кв/кв	4к'12
Выручка	5 591	-0.5%	5 619	-6.0%	5 950
Операционная прибыль	1 107	+9.1%	1 015	+56.1%	709
рентабельность, %	*19.8%*	*+1.7 пп*	*18.1%*	*+7.9 пп*	*11.9%*
EBITDA adjusted	2 348	+1.6%	2 311	-4.0%	2 446
рентабельность, %	*42.0%*	*+0.9 пп*	*41.1%*	*+0.9 пп*	*41.1%*
FFO	1 542	+0.9%	1 528	-6.7%	1 653
рентабельность, %	*27.6%*	*+0.4 пп*	*27.2%*	*-0.2 пп*	*27.8%*
Чистая прибыль	330	-6.8%	354	-42.0%	569
рентабельность, %	*5.9%*	*-0.4 пп*	*6.3%*	*-3.7 пп*	*9.6%*
Активы	54 291	-3.3%	56 121	-1.9%	55 360
Собственные средства	14 877	-2.7%	15 290	-3.2%	15 372
Долгосрочный долг	26 086	+0.5%	25 959	+7.1%	24 348
Краткосрочный долг	2 529	-3.9%	2 632	-4.2%	2 639
Чистый долг	22 861	-6.1%	24 339	+4.1%	21 971
FFO LTM/Чистый долг	28%	*+2.0 пп*	26%	*-1.1 пп*	29%
Чистый долг/EBITDA LTM adj.	2.33x	-0.27x	2.60x	+0.08x	2.25x
EBITDA/Проценты	4.49x	-0.29x	4.77x	-0.20x	4.69x

Источники: отчетность по МСФО, расчеты Росбанка

В России рост выручки составил 5% г/г (в местной валюте), EBITDA – на 6% г/г при увеличении доходов от передачи данных на 31% и росте на 5% в фиксированном сегменте.

В Италии выручка снизилась на 9% г/г (в местной валюте), EBITDA – на 5% г/г. Без учета влияния MTR прирост показателей составил бы 1% и 2%, соответственно, преимущественно благодаря увеличению доходов от передачи данных на 29%.

Подразделение Азия и Африка продемонстрировало снижение выручки на 1% г/г и рост EBITDA на 2% г/г без учета ослабления функциональных валют к доллару США.

Рост выручки в Украине составил 3% г/г (в местной валюте) под влиянием сильных показателей в сегменте ШПД. EBITDA сократилась на 1% в связи с ростом коммерческих расходов.

СНГ продемонстрировал наибольший рост: выручка увеличилась на 20%, EBITDA – на 38%. Взрывная динамика объясняется прекращением бизнеса основного конкурента в Узбекистане, что позволило нарастить абонентскую базу в стране на 40% и на 16% в целом по СНГ.

Капитальные расходы в 1 квартале составили $595 млн. Соотношение расходов за последние 12 месяцев к выручке достигло 18% (в 2012 году – 17%). Компания планирует дальнейшее ускорение инвестиций до 21% выручки (без учета затрат на приобретение лицензий).

Дивиденды за 2012 год были утверждены на уровне $1.14 долларов на акцию, что включает специальные дивиденды ($0.79 на акцию) из поступлений от конвертации основным акционером привилегированных акций в обыкновенные ($1.4 млрд). Итоговая сумма дивидендов составила $2 млрд, из которых $1.3 млрд выплачены в январе.

Вышеописанные факторы в сочетании со снижением чистого операционного денежного потока привели к увеличению чистого долга на 4.1% кв/кв и долговой нагрузки по показателю Чистый долг/EBITDA LTM до 2.33х.

Мы ожидаем сохранения долговой нагрузки вблизи текущих уровней в 2013 г., что, тем не менее, соответствует заложенной в программу развития компании цели снижения долговой нагрузки ниже 2х к 2015 году.

На локальном рынке облигации Вымпелкома предлагают премию не выше 20 бп к кривой МТС (Ba2/BB/BB+) и, по нашему мнению, не выглядят привлекательно.

На рынке Еврооблигаций отдельные выпуски компании торгуются со спредом 50-70 бп к МТС, однако мы предпочитаем бумаги Полюс Голд (-/BB+/BBB-), предлагающие сравнимые спреды при значительно более сильных кредитных метриках.

Александр Попов, CFA
+7 (495) 662-1300, доб. 14836
APopov@mx.rosbank.ru

Последние публикации

Брифинг долговых рынков

Среда, 15 мая

Вторник, 14 мая (Русал)

Понедельник, 13 мая (Недельная инфляция)

Вторник, 30 апреля (Фосагро)

Понедельник, 29 апреля (Алроса)

Пятница, 26 апреля (Торговая идея: Норильский никель; Трансконтейнер)

Четверг, 25 апреля (Недельная инфляция; Фосагро, Аэрофлот)

Среда, 24 апреля (ФСК ЕЭС)

Вторник, 23 апреля (АИЖК 25)

Понедельник, 22 апреля (Polyus Gold International)

Пятница, 19 апреля (Транснефть)

Четверг, 18 апреля (Индикаторы внутреннего спроса, недельная инфляция; НМТП)

Среда, 17 апреля (Акрон, АФК Система)

Вторник, 16 апреля (Промышленное производство в марте, Мечел, Башнефть)

Экономика

Итоги майского заседания ЦБР (рус / eng)

Инфляция в апреле (eng)

Экономика в марте (рус / eng)

Промышленное производство в марте (рус / eng)

Ликвидность банковского сектора в апреле (рус)

Инфляция в марте (рус / eng)

Итоги апрельского заседания ЦБР (рус / eng)

Апрельское заседание ЦБР (рус)

Экономика в феврале (рус / eng)

Промышленное производство в феврале (рус / eng)

Итоги мартовского заседания ЦБР (рус)

Мартовское заседание ЦБР (рус)

Ликвидность банковского сектора в марте (рус)

Инфляция в феврале (рус / eng)

Экономика в январе (рус / eng)

Специальные обзоры

Polyus Gold International – профиль эмитента (рус)

Россия в фокусе, март (eng)

Торговая идея: Покупать ОФЗ 26207 (eng)

Квартальный экономический обзор (рус / eng)

Россия в фокусе, февраль (рус / eng)

Норильский никель – профиль эмитента (рус / eng)

Россия в фокусе, январь (рус / eng)

Прогноз факторов ликвидности банковского сектора в 2013 году (рус)

Россия в фокусе, ноябрь (рус / eng)

Квартальный экономический прогноз - Россия: в борьбе со встречными ветрами (рус / eng)

Что сулит более эффективная работа трансмиссионного механизма ДКП (рус / eng)

Новации ЦБР помогут «расчистить» канал процентных ставок трансмиссионного механизма монетарной политики (рус / eng)

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) 662-1300, доб. 14836	**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) 662-1300, доб. 14838	**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) 662-1300, доб. 14834	**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) 662-1300, доб. 14837	**Дмитрий Зайцев** DZaitsev@rosbank.ru +7 (495) 721-9557		**Андрей Галкин** aagalkin@rosbank.ru +7 (495) 725-57-44	
Алексей Думнов ADumnov@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14835				

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 2013