

Брифинг **ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ**

Приложение доступно по [ссылке](#)

Ревью предыдущего дня

- Американские статданные продолжают выталкивать вверх доходности Treasuries.** Опубликованные в пятницу данные по объемам начатого строительства в США продолжили стимулировать коррекцию «безрисковых» бумаг на ожиданиях сентябрьского сокращения программы количественного смягчения: доходность UST'10 вышла в диапазон 2.80-2.85%, закрывшись по итогам сессии на уровне 2.82% (+25 бп за неделю). Фондовые рынки продолжили демонстрировать разнонаправленные движения, однако новости из Китая о новых шагах либерализации денежного рынка могут поддержать покупателей в начале недели.
- Евробонды следуют за безрисковыми бумагами.** Суверенная кривая прибавила еще 3 бп, сдержанно отреагировав на рост UST. В корпоративном сегменте банки отметились продажами (до +10 бп в доходности), нефинансовый сегмент прибавил до 5 бп.
- Рубль может получить неплохой импульс от отложенных интервенций Минфина.** Протестировав в течение недели отметку 38.00, бивалютная корзина торговалась преимущественно на повышенных уровнях, в результате чего, Банк России сместил бивалютный коридор в интервал 32.00-39.00. При этом были отмечены некоторые попытки выхода на рынок экспортеров и закрытий короткой позиции против рубля. Их интенсивность может быть усилена на предстоящей неделе по мере приближения основных «нефтяных» налогов и заявлений Минфина о начале покупок валюты лишь с конца сентября по факту уточнения бюджета и согласования покупки с продающим валюту Банком России.
- ОФЗ показали одну из лучших динамик на фоне госбумаг развивающихся рынков.**

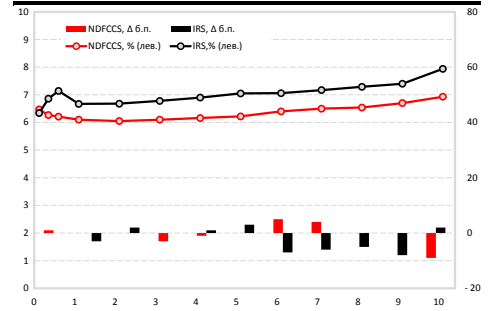
Корпоративные новости

- Русал.** Результаты на уровне ожиданий на фоне слабого рынка. Выпуск РусАлБал 02/18 привлекателен для удержания до оферты.

Основные события дня

Показатель	Страна	Период
Реальные заработные платы	Россия	Июль
Оборот розничной торговли	Россия	Июль
Уровень безработицы	Россия	Июль

Индикативные кривые доходностей



Источник: Bloomberg, Московская Биржа, Росбанк

Ключевые индикаторы рынка

	Посл. знач.	Δ день	Δ нед.
UST'10Y, %	2.83	+5.87	+24.67
BUND'10Y, %	1.88	-0.20	+20.10
LIBOR'3M, %	0.26	+0.09	-0.06
Россия'30, %	4.23	+2.50	+23.40
MosPrime'ON, %	6.25	-2.00	+27.00
iTraxx Xover, б.п.	409.64	-2.50	+9.25
EMBI+Sov, б.п.	333.52	+1.75	-4.83
Россия'5Y CDS, б.п.	192.83	+1.21	+7.15
Коррсчета, млрд. руб.	930.90	+41.90	+82.30
Dow Jones	15 081.47	-0.20	-2.28
S&P500	1 655.83	-0.33	-2.15
PTC	1 323.42	-0.31	-0.17
ММВБ	1 380.31	-0.80	-0.18
Золото, \$/тр. унц.	1 376.87	+0.77	+4.54
Нефть Brent \$/барр.	110.40	+0.73	+1.98
Руб./\$	32.87	-0.41	+0.02
Руб./Корзина	37.80	-0.19	-0.05

Источник: Bloomberg, Банк России, Росбанк

Перечень наших свежих публикаций [на последней странице](#)

Ревью предыдущего дня

- **Американские статданные продолжают выталкивать вверх доходности Treasuries**

Вторая половина прошедшей недели благодаря сильным статданным из США завершилась под знаком повышательного тренда в «базовых» доходностях бумаг американского казначейства; сперва показатель первичных обращений (четверг), а потом и данные по объему заложенного строительства (пятница) вывели бенчмарковый выпуск UST'10 на уровни 2.80-2.85% (заккрытие 2.82%, +25 бп за прошедшую неделю). При этом американские показатели, релиз которых запланирован на предстоящую неделю, вероятнее всего, поддержат повышательный импульс доходностей US Treasuries – во вторник и пятницу ожидается статистика по продажам на рынке недвижимости (вторичным и первичным, соответственно), а в среду будет опубликована стенограмма июльского заседания Монетарного Комитета ФРС. В свете последних комментариев глав региональных ФРБ, обнаживших постепенное смещение взглядов в пользу скорого сворачивания программы QE3, весьма интересным будет поименное распределение мнений на этот счет, а также мнение об экономических компонентах, сдерживающих быстрое решение ФРС. В той или иной степени, рынки попытаются увидеть поводы для укрепления консенсуса о начале сворачивания количественных стимулирующих мер уже с сентября, что создает дополнительные риски для инструментов с фиксированной доходностью по всему спектру кредитного качества.

Фондовые рынки (по итогам пятницы S&P 500 -0.33%, Euro Stoxx 50 +0.65%), вероятно, также будут ориентированы в сторону коррекции, однако масштабы снижения могут быть ограничены рамками среднесрочных боковых каналов. В частности, некоторый позитив может быть инициирован новостями из Китая о подготовке властей к новым шагам либерализации кредитного рынка – Национальный Банк Китая сообщил о скорых планах по снижению ограничений на депозитные ставки, что априори может стать сдерживающим фактором для развития «серой» банковской системы, а также является серьезным шагом в направлении введения системы страхования вкладов.

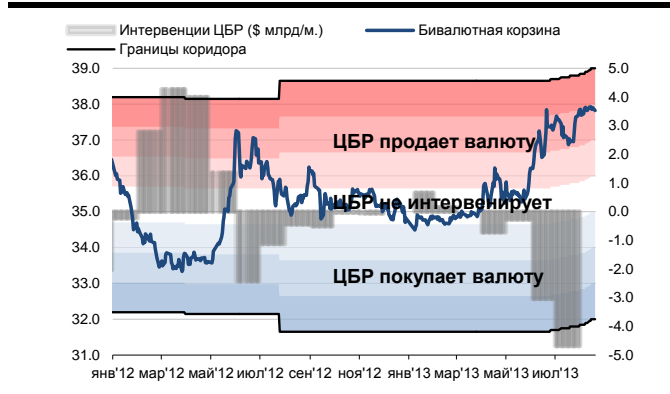
- **Евробонды следуют за безрисковыми бумагами**

Суверенная кривая, по-видимому, отсрочила рост доходностей на сегодня, в пятницу прибавив лишь 3 бп – слабая реакция на рост доходностей UST'10 на 6 бп. В корпоративном сегменте госбанки прибавляли до 10 бп, в аутсайдерах оказался ВЭБ (до +17-22 бп). В нефинансовом сегменте первый и второй эшелон прибавили в среднем не более 5 бп.

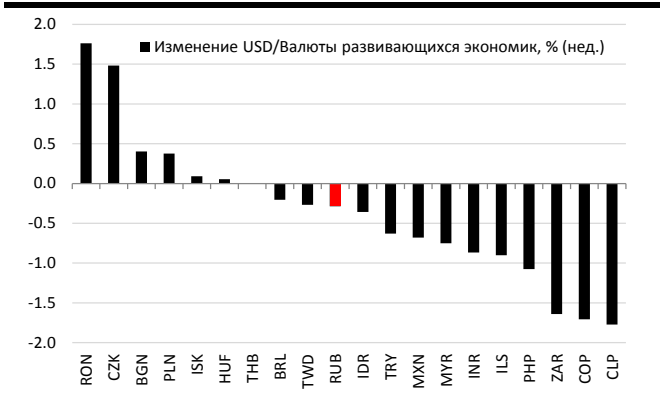
● **Рубль может получить неплохой импульс от отложенных интервенций Минфина**

Несмотря на отчетливые попытки бивалютной корзины протестировать психологический уровень 38.00 и продолжительную торговлю в верхнем интервенционном диапазоне Банка России, завершившуюся смещением основных границ на уровни 32.00-39.00, неделя завершилась на нейтральной ноте для рубля (37.90). Определенную поддержку рублю по ходу недели сохранила повышательная динамика нефтяных котировок (на фоне политического кризиса в Египте баррель Brent сместился в диапазон \$110-111), провоцируя в некоторые моменты достаточно активное участие экспортных продаж по мере подготовки к налоговым выплатам, а также закрытие «агрессивных» коротких позиций против рубля.

Границы бивалютного коридора были смещены на уровень 32.00-39.00, а корзина сумела протестировать отметку 38.00 **Рубль, тем не менее, не сумел в полной мере подхватить волну спроса на риск развивающихся стран**



Источник: Банк России, расчеты Росбанка



Источник: Bloomberg, расчеты Росбанка

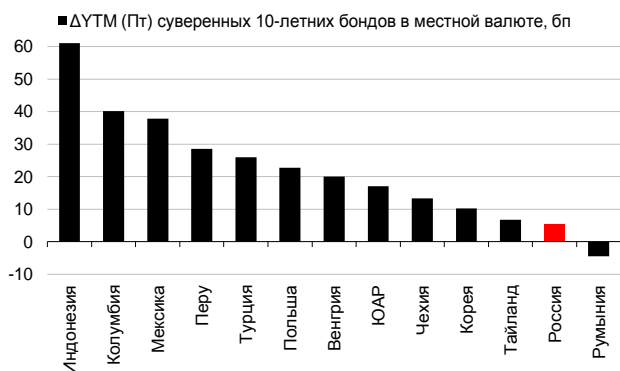
Тем не менее, рубль, не сумев в полной мере отразить всего импульса покупки валют развивающихся стран, может получить весомый повод для активных движений в ближайшие дни. В пятницу заместитель министра финансов Алексей Моисеев сообщил о том, что, несмотря на готовность всех документов со стороны Минфина для начала покупок в пользу перечислений нефтегазовых доходов в резервные фонды, остаются нерешенные стратегические аспекты, разрешение которых откладывает выход Минфина на рынок до конца сентября. Во-первых, в сентябре ожидается пересмотр бюджета на 2013 год, по результатам которого может быть уточнен непосредственно объем перечислений (в данный момент 149 млрд руб.). Во-вторых, Минфину предстоит согласовать покупку валют с Банком России, осуществляющим обратные интервенции. При этом А. Моисеев указывает на то, что Минфин и вовсе может не осуществлять покупок валюты в ситуации, когда Банк России выступает с ее продажей. С технической точки зрения это может означать одно из двух: либо Минфин ограничит диапазон покупок «твердой» валюты уровнем бивалютной корзины на уровне нейтрального коридора и ниже (диапазон 32.00-36.00), либо Банк России прибегнет к корректировке объема интервенций в интервале продаж валюты, исключив из них объем плановых покупок Минфина (которые могут быть реализованы на нерыночной основе, как и было ранее). Второй сценарий выглядит более правдоподобным с точки зрения применения, что может быть достаточно волнительным для рубля, торгующегося вблизи своих многолетних минимумов. Однако в заявлении А. Моисеева мы видим больше позитива для национальной валюты – по его словам объем покупок Минфином будет «микроскопическим», что в условиях приближения налогового периода может спровоцировать волну закрытия коротких позиций против рубля и усилить позитивный эффект выхода экспортеров на рынок. В этой связи, к концу

августа достаточно правдоподобным выглядит интервал 37.30-37.50 против бивалютной корзины.

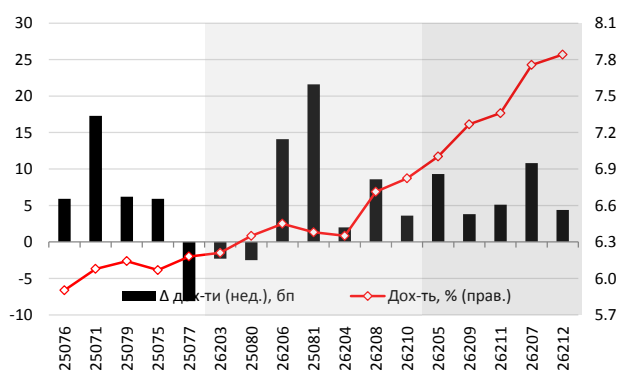
• **ОФЗ показали одну из лучших динамик на фоне госбумаг развивающихся рынков**

На фоне движения «базовых» доходностей на рынке американских казначейских облигаций (+25 бп на 10-летнем интервале до погашения) и достаточно интенсивных распродаж в сегментах госбумаг развивающихся рынков, суверенная кривая продемонстрировала удивительную выдержку. За исключением некоторых точечных движений, по итогам недели средний и дальний участки кривой ОФЗ показали рост доходностей в пределах 5-15 бп. Кроме этого Минфин сумел разместить на аукционе облигации средней дюрации общим объемом около 10 млрд руб. (чуть более половины предложенных 20 млрд руб.).

Облигации ОФЗ демонстрируют удивительную выдержку на фоне роста «базовых» доходностей и реакции госбумаг развивающихся стран **На средней и длинной дюрации бенчмарки ОФЗ ограничились сдержанным ростом доходностей**



Источник: Bloomberg, расчеты Росбанка



Источник: Московская Биржа, расчеты Росбанка

Мы не исключаем, что «сопротивляемость» локального сегмента госбумаг обусловлена инициализацией внутренних факторов. По нашему мнению, Банк России близок к началу снижения ключевых процентных ставок уже со следующего заседания, что сдерживает короткий и средний участки кривой доходности от продаж. В то же время, перспектива введения дополнительных аукционных инструментов рефинансирования (прояснение тактики по годовым инструментам и диверсификация по срочности на 2-6 мес.) под залог нерыночных активов и поручительств также остается высоковероятной, что в свою очередь, крайне позитивно для среднего и дальнего участка кривой ОФЗ ввиду заложенного импульса для улучшения трансмиссионного механизма. В этом ключе, мы видим интересные возможности для получения прибыли от покупки длинных ОФЗ, однако в тактическом плане остаемся настороженными к всплеску доходностей Treasuries и рассчитываем на более интересный вход в рынок в моменты острой реакции на внешние новости.

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: Русал

 • **Русал (-/-/-) представил результаты по МСФО за 2к'13**

Выручка Русала во 2к'13 ожидаемо снизилась до \$2.5 млрд вслед за снижением производства и падением цен на LME до \$1835/т, при том что премия к биржевой цене достигла \$271/т. Себестоимость производства благодаря обесценению рубля и возврату цен на электроэнергию к нормальному уровню после сезонного повышения в зимние месяцы составила \$1911/т, что соответствует рекордно низкому уровню с 2010 г. В результате EBITDA из-за цен понизилась до \$174 млн (-29.6% кв/кв), а рентабельность – до 6.9%.

Основные финансовые показатели, \$ млн

	2к'13	кв/кв	1к'13	г/г	2к'12	1п'13	г/г	1п'12
Выручка	2 521	-6.0%	2 682	-10.7%	2 822	5 203	-8.8%	5 704
Операционная прибыль	3	-95.3%	64		(16)	67	+15.5%	58
рентабельность, %	0.1%	-2.3 пп	2.4%	+0.7 пп	-0.6%	1.3%	+0.3 пп	1.0%
EBITDA	174	-29.6%	247	-46.8%	327	421	-25.6%	566
рентабельность, %	6.9%	-2.3 пп	9.2%	-4.7 пп	11.6%	8.1%	-1.8 пп	9.9%
FFO	13	-84.0%	81	-92.0%	162	94	-67.1%	286
рентабельность, %	0.5%	-2.5 пп	3.0%	-5.2 пп	5.7%	1.8%	-3.2 пп	5.0%
Чистая прибыль	(458)		19		(55)	(439)		1
рентабельность, %	-18.2%	-18.9 пп	0.7%	-16.2 пп	-1.9%	-8.4%	-8.5 пп	0.0%
Активы	22 938	-7.4%	24 768	-7.1%	24 679	22 938	-7.1%	24 679
Собственные средства	9 517	-8.8%	10 434	-5.5%	10 068	9 517	-5.5%	10 068
Долгосрочный долг	9 068	-8.9%	9 956	-17.6%	11 006	9 068	-17.6%	11 006
Краткосрочный долг	1 380	+5.3%	1 311	+193.0%	471	1 380	+193.0%	471
Чистый долг	9 882	-4.5%	10 348	-9.0%	10 855	9 882	-9.0%	10 855
Чистый долг/EBITDA LTM	12.73x	+1.60x	11.14x	+6.15x	6.58x	12.73x	+6.15x	6.58x
FFO LTM/Чистый долг	0.2%	-1.4 пп	1.7%	-9.7 пп	10.0%	0.2%	-9.7 пп	10.0%
EBITDA/Проценты	0.83x	-0.42x	1.25x	-0.94x	1.77x	1.04x	-0.57x	1.61x

Источник: отчетность по МСФО, расчеты Росбанка

Долговая нагрузка Русала в последние месяцы заметно снизилась (\$0.9 млрд с начала года), но по-прежнему сохраняется на высоком уровне: чистый долг составил \$9.9 млрд. Без учета денежного потока от продажи акций Норникеля, а также дивидендов, компания показала отрицательный FCF после выплаты процентов (-\$104 млн). До конца года компании предстоят выплаты по долгам на \$0.4 млрд, данные выплаты обеспечены ликвидностью на балансе компании.

Учитывая особенности отражения цен на алюминий в выручке (лаг в 30-40 дней), можно с высокой степенью уверенности сказать, что цена на алюминий в 3к'13 окажется на уровне \$1800/т, что не позволит компании заметно улучшить результаты. На стороне затрат поддержку результатам компании окажет обесценение рубля и снижение производства на наименее эффективных заводах компании с высокой стоимостью электроэнергии.

Мы считаем, у Русала не должно возникнуть проблем с рефинансированием краткосрочных обязательств. Поэтому склонным к риску инвесторам рекомендуем выпуск РусАлБал 02/18, в последние дни торгующийся с доходностью 16-17%, и привлекательный с точки зрения удержания до оферты в марте 2014 г.

Александр Сычев
 +7 (495) 662-1300, доб. 14837
AASychev@mx.rosbank.ru

Последние публикации

Брифинг долговых рынков	Экономика	Специальные обзоры
Пятница, 16 августа (Uranium One 2)	Итоги июньского заседания ЦБР (рус / eng)	Россия в фокусе, июль (eng)
Четверг, 15 августа (Еврохим)	Июньское заседание ЦБР (рус)	Русал – торговая идея (eng)
Среда, 14 августа (X5 Retail Group)	Инфляция в мае (рус / eng)	Русфинанс банк – профиль эмитента (рус)
Вторник, 13 августа (НЛМК)	Экономика в апреле (рус / eng)	Банк DeltaCredit – профиль эмитента (рус)
Понедельник, 12 августа (Новатэк)	Итоги майского заседания ЦБР (рус / eng)	Квартальный экономический обзор (eng)
Пятница, 9 августа (Мегафон)	Инфляция в апреле (eng)	Россия в фокусе, май (eng)
Четверг, 8 августа (СУЭК-Финанс 5, Ренессанс Кредит БО-3, ФК Открытие 6, Альфа-Банк БО-5, Ак Барс БО-3)	Экономика в марте (рус / eng)	Polyus Gold International – профиль эмитента (рус)
Среда, 7 августа (Газпром нефть)	Промышленное производство в марте (рус / eng)	Россия в фокусе, март (eng)
Вторник, 6 августа	Ликвидность банковского сектора в апреле (рус)	Торговая идея: Покупать ОФЗ 26207 (eng)
Понедельник, 5 августа	Инфляция в марте (рус / eng)	Квартальный экономический обзор (рус / eng)
Пятница, 2 августа	Итоги апрельского заседания ЦБР (рус / eng)	Россия в фокусе, февраль (рус / eng)
Четверг, 1 августа	Апрельское заседание ЦБР (рус)	Норильский никель – профиль эмитента (рус / eng)
Среда, 31 июля	Экономика в феврале (рус / eng)	Россия в фокусе, январь (рус / eng)
Вторник, 30 июля (Роснефть)	Промышленное производство в феврале (рус / eng)	Прогноз факторов ликвидности банковского сектора в 2013 году (рус)
Понедельник, 29 июля	Итоги мартовского заседания ЦБР (рус)	
Пятница, 26 июля	Мартовское заседание ЦБР (рус)	
Четверг, 25 июля (НЛМК БО-11)		
Среда, 24 июля (Магнит)		

Команда

Исследования и аналитика	Трейдинг	Продажи финансовым учреждениям	Корпоративные продажи	Инвестиционно-банковские услуги
Владимир Колючев VKolychev@mx.rosbank.ru +7 (495) 725-5637	Борис Брук BBruck@rosbank.ru +7 (495) 232-9828	Марина Петухова MPetukhova@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	Михаил Румянцев MARumyantsev@rosbank.ru +7 (495) 232-9828	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, CFA, FRM EKoshelev@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14838	Василий Королев VKorolev@rosbank.ru +7 (495) 234-0986	Павел Малявкин PMalyavkin@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	Александр Ройко ARoiko@rosbank.ru +7 (495) 604-7461	Евгений Емекеев EPemekeev@rosbank.ru +7 (495) 725-5713	Александр Кучеров alexandre.koutcherov@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	Михаил Петушков MAPetushkov@rosbank.ru +7 (495) 604-7461		Александра Павлова avpavlova@rosbank.ru +7 (495) 725-57-44	
Алексей Думнов ADumnov@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14835	Дмитрий Зайцев DZaitsev@rosbank.ru +7 (495) 721-9557		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 2013