

# Брифинг **ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ**

Приложение доступно по [ссылке](#)

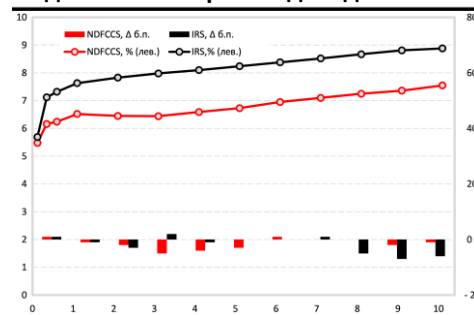
## Ревью предыдущего дня

- ЕЦБ и американские данные усилили преимущество «быков».** ЕЦБ по итогам вчерашнего заседания трансформировал механизм операций регулятора на открытом рынке, поставив его в зависимость от страновых обязательств по фискальным программам. В совокупности с сильными данными по рынку труда в США это вызвало бурный рост фондовых индексов (+2.0-3.5%) и распродажи в «безрисковых» бумагах (UST'10 1.67%, +7 бп; GEB'10 1.60%, +5 бп).
- Рубль форсировал позитивные сигналы с внешних рынков.** Движимый восстановлением доверия к единой европейской валюте, к концу торгов рубль окреп против бивалютной корзины более чем на 30 коп. от дневных минимумов (35.72). Дальнейшая траектория, независимо от значений американских данных (с намеком на QE от ФРС или нет), выглядит ограниченной нейтральным интервенционным коридором.
- Внешний фон поддержал интерес к госбумагам.** Улучшение рискованных аппетитов на внешних и внутренних рынках в ответ на решение ЕЦБ и свежие данные из США поддержали позитивный настрой в рублевых госбумагах. Доходности средних и длинных бенчмарков при неизменно высокой активности покупателей потеряли до 7 бп. Отраслевые бенчмарки, тем не менее, не сумели определиться с направлением.

## Корпоративные новости

- Газпром.** Слабые результаты за 1к'12 по МСФО. Порадовал положительный FCF, но его устойчивость вызывает сомнения.

## Индикативные кривые доходностей



Источник: Bloomberg, ММББ, Росбанк

## Ключевые индикаторы рынка

	Посл. знач	Δ день	Δ нед.
UST'10Y, %	1.68	+8.21	+5.48
BUND'10Y, %	1.56	+8.00	+23.70
LIBOR'3M, %	0.41	-0.15	-1.24
Россия'30, %	2.91	-0.80	-17.50
MosPrime'ON, %	5.50	+22.00	-19.00
iTraxx Xover, б.п.	534.86	-23.55	-62.34
EMBI+Sov, б.п.	292.88	-11.13	-12.36
Россия'5Y CDS, б.п.	147.36	-8.61	-19.95
Коррсчета, млрд. руб.	469.50	-45.10	-304.90
Депозиты, млрд. руб.	95.90	+11.10	+5.70
Операции с ЦБ, млрд. руб.	45.40	+35.60	+13.00
Dow Jones	13 292.00	+1.84	+2.19
S&P500	1 432.12	+2.00	+2.28
FTC	1 437.37	+3.23	+3.70
ММББ	1 455.07	+2.30	+1.74
Золото, \$/тр. унц.	1 703.10	+0.56	+2.81
Нефть Brent \$/барр.	113.49	+0.35	+0.74
Руб./\$	31.93	-1.16	-2.01
Руб./Корзина	35.72	-0.98	-1.42

Источник: Bloomberg, Банк России, Росбанк

## Основные события дня

Показатель	Страна	Период
Изменение занятости в несельскохозяйственном секторе	США	Август
Промышленное производство	Германия	Июль

---

**Ревью предыдущего дня**

---

- **ЕЦБ и американские данные усилили преимущество «быков»**

Первый сентябрьский «день X» был пройден рынками на шквале позитива: вслед за комментариями Марио Драги по решению ЕЦБ американские статданные воодушевили основные рискованные активы на рост котировок. Рассматривая решение ЕЦБ в двух плоскостях, следует отметить, что регулятор сосредоточился преимущественно на нетрадиционных мерах монетарного вмешательства в экономику, в то время как традиционные инструменты (деpositная ставка и ставка рефинансирования) были оставлены без изменения (на уровнях 0.0% и 0.75%, соответственно). Главным событием стала трансформация программы покупки госбумаг на открытом рынке: программа «безусловного» и лимитированного участия ЕЦБ на рынке госбумаг (Security Market Program) была заменена на «условную» и нелимитированную программу OMT (Outright Monetary Transactions). Ее «условность», как и было предложено Драги на августовском заседании ЕЦБ, заключается в необходимости согласования странами-бенефициарами жестких фискальных программ с фондом ESM/EFSF. Хотя детали этих фискальных программ остаются не оглашенными (как минимум до решения Конституционного суда Германии по легитимности функционирования фондов ESM/EFSF), данный шаг можно оценить как позитивный структурный сдвиг в направлении стабилизации европейского долгового кризиса. ЕЦБ также подтвердил критерии срочности покупаемых инструментов – от 1-го до 3-х лет. Однако, что касается другого важного положения – «приоритета» ЕЦБ в случае распределения потерь при списании долга – сигнал оказался лишь формально позитивным. ЕЦБ рассказал лишь о намерениях уравнивать в правах ЕЦБ и частных инвесторов, тогда как подобные решения должны получить подтверждения на политическом уровне, где, в свою очередь, Германия может наложить вето. В итоге ЕЦБ со своей стороны сделал больше, чем ожидали рынки от вчерашнего заседания, однако он вновь переложил ответственность на политиков, которые уже не раз опаздывали со «смелыми» решениями.

В дополнение к решению ЕЦБ приятный сюрприз преподнесли американские статданные. Сперва компания ADP отчиталась о росте занятости на треть сверх ожиданий, а потом и Институт менеджеров по закупкам показал значительное улучшение ожиданий предприятий в сфере услуг. На этом фоне основной фондовый индекс США (S&P 500) вырос на 2.0%, а европейский Euro Stoxx 50 и вовсе «выстрелил» на 3.4%. На товарных рынках ощущался непродолжительный интерес покупателей, однако в целом базовые товары – золото и нефть – остались высоко волатильны: золото (1700, +0.5%), Brent (113.5, +0.5%). Котировки «безрисковых» UST'10 и GEB'10 на волне покупок в рискованных активах значительно провалились, а доходности достигли 1.67% (+7 бп) и 1.60% (+5 бп), соответственно.

Сегодня внимание рынков сосредоточено на августовских данных по рынку труда США (NFP). Улучшенные оценки от компании ADP добавили сомнений в слабости NFP по итогам прошлого месяца, что, как ни странно, в моменте провоцирует больше негативных эмоций у участников рынка в связи с падением шансов на новую программу количественного смягчения от ФРС уже на сентябрьском заседании. Тем не менее, мы остаемся солидарны с американскими аналитиками Societe Generale, сохраняющими сомнения в перспективах стремительного роста занятости и ожидающими прироста в половину от консенсуса.

- **Рубль форсировал позитивные сигналы с внешних рынков**

Первоначальная реакция рубля против бивалютной корзины, как и единой европейской валюты против доллара США, на решение ЕЦБ оказалась негативной, однако последовавший комментарий Драги кардинально изменил профиль рынков. Бивалютная корзина, отыгрывая не только ралли в паре EUR/USD, но и локальный всплеск котировок барреля Brent до \$115, потеряла более 30 коп. к закрытию внутренних торгов (35.72). Сегодняшние торги начались с небольшой коррекции рубля (35.85) на фоне провала нефтяных котировок до \$113.5 за баррель Brent, однако общий фон остается на стороне рисков национальной валюты. В частности пара EUR/USD, обновляя локальные максимумы (1.2670), продолжила делать ставку на новые стимулирующие меры от ФРС, шансы на которые напрямую зависят от сегодняшних данных по рынку труда США. При этом любой исход – позитивные данные или же повышенные шансы QE от ФРС – на наш взгляд, не будут убедительны для рубля и не сумеют сместить его за пределы нейтрального интервенционного коридора ЦБ.

- **Внешний фон поддержал интерес к госбумагам**

Позитивный внешний фон, диктуемый решением ЕЦБ и американскими статданными, способствовал продолжению повышательного тренда в котировках ОФЗ. Бенчмарки на средних и длинных дюрациях потеряли в доходностях до 7 бп, сохранив при этом умеренные обороты торгов: ОФЗ 26206 (7.46%, -7 бп), ОФЗ 26208 (7.66%, -1 бп) и ОФЗ 26207 (8.15%, -4 бп). Однако в корпоративном секторе отраслевые бенчмарки не сумели выбрать единого направления. Банковские бумаги первого эшелона (ВТБ, Газпромбанк, Россельхозбанк), торгуясь первую половину дня на 6-8 бп по доходности выше среды, закрыли сессию на 6-8 бп ниже. В бумагах металлургов основные сделки прошли под диктовку продавцов (Металлоинвест, ММК, Северсталь; +5 бп), а телекомы (преимущественно выпуски Вымпелкома) потеряли в доходностях до 7-10 бп.

---

**Владимир Колычев**  
+7 (495) 725-56-37  
[VKolychev@mx.rosbank.ru](mailto:VKolychev@mx.rosbank.ru)

**Евгений Кошелев**  
+7 (495) 725-56-37  
[EKoshelev@mx.rosbank.ru](mailto:EKoshelev@mx.rosbank.ru)

**Владимир Цибанов**  
+7 (495) 725-56-37  
[VNTsibanov@mx.rosbank.ru](mailto:VNTsibanov@mx.rosbank.ru)

---

---

## Корпоративные новости

---

### Финансовые результаты: Газпром

- **Газпром (Ваа1/ВВВ/ВВВ) опубликовал результаты по МСФО за 1к'12**

Выручка Газпрома упала на 7.0% г/г и составила 1.2 трлн руб. под воздействием снижения доходов от продажи газа в Европу и СНГ на фоне сокращения объемов продаж, а также в результате отражения эффекта от пересмотра цен по долгосрочным контрактам за 2010-2012 гг., что снизило выручку на 78.5 млрд руб. Вследствие роста расходов на транзит газа и нефти на 29%, расходов на оплату труда на 10% и существенного роста прочих расходов EBITDA сократилась на 28.1% г/г до 422 млрд руб. Рентабельность EBITDA снизилась на 10.1 пп до 34.4%, самого низкого уровня с 4к'09.

**Основные финансовые показатели, млрд руб.**

	1к'12	г/г	1к'11	кв/кв	4к'11	2011	г/г	2010
Выручка	1 225	-7.0%	1 317	-8.6%	1 340	4 637	+29%	3 597
Операционная прибыль	299	-40.0%	499	-37.8%	480	1 657	+49%	1 114
рентабельность, %	24.4%	-13.5 пп	37.9%	-11.4 пп	35.8%	35.7%	+4.8 пп	31.0%
ЕБИТДАР	427	-27.7%	591	-27.3%	587	1 993	+38%	1 446
рентабельность, %	34.9%	-10.0 пп	44.9%	-8.9 пп	43.8%	43.0%	+2.8 пп	40.2%
ЕБИТДА	422	-28.1%	586	-27.4%	581	1 966	+38%	1 425
рентабельность, %	34.4%	-10.1 пп	44.5%	-8.9 пп	43.3%	42.4%	+2.8 пп	39.6%
FFO	328	-27.7%	454	-39.6%	543	1 597	+42%	1 124
рентабельность, %	26.8%	-7.7 пп	34.5%	-13.7 пп	40.5%	34.4%	+3.2 пп	31.2%
Чистая прибыль	368	-23.2%	479	-8.5%	402	1 342	+35%	998
рентабельность, %	30.0%	-6.3 пп	36.3%	+0.1 пп	30.0%	29.0%	+1.2 пп	27.7%
Активы	11 106	+16.8%	9 508	+1.9%	10 901	10 901	+18%	9 236
Собственные средства	8 088	+15.9%	6 980	+4.2%	7 761	7 761	+19%	6 536
Долгосрочный долг	1 024	-7.6%	1 109	-12.7%	1 173	1 173	+4%	1 124
Краткосрочный долг	384	+113.7%	179	+4.5%	367	367	+92%	191
Чистый долг	696	-14.9%	818	-31.4%	1 015	1 015	+17%	867
Чистый долг/ЕБИТДА LTM	0.39x	-0.13x	0.52x	-0.13x	0.52x	0.52x	-0.09x	0.61x
Чистый долг adj/ЕБИТДАР LTM	0.47x	-0.11x	0.58x	-0.12x	0.59x	0.59x	-0.10x	0.69x
FFO adj LTM/Чистый долг adj	173.0%	+40.8 пп	132.1%	+35.6 пп	137.4%	137.4%	+22.7 пп	114.7%
ЕБИТДАР/Проценты adj	24.79x	-7.34x	32.13x	-20.88x	45.67x	48.70x	+17.03x	31.67x

Источник: отчетность по МСФО, расчеты Росбанка

Капитальные вложения в 1к'12 составили 383 млрд руб., лишь на 2.1% уступив показателю за аналогичный период прошлого года. Тем не менее, благодаря сокращению оборотного капитала на 248 млрд руб., что, вероятно, было достигнуто за счет отложенных компенсаций по контрактам или роста кредиторской задолженности, устойчивость потоков от которого вызывает сомнения, Газпром получил существенный FCF в размере 194 млрд руб. Это позволило снизить чистый долг на 14.9% до 696 млрд руб., долговая нагрузка по показателю Чистый долг/ЕБИТДА LTM понизилась до 0.39x.

В дальнейшем негативное влияние от компенсаций на выручку будет ниже, но улучшению результатов компании не способствует увеличение спотовых продаж газа в Европе, что приводит к пересмотру в сторону понижения контрактных цен.

Еврооблигации Газпрома не развивают самостоятельных идей, двигаясь дискретно вслед за суверенной кривой, при этом с меньшей амплитудой, чем государственные бенчмарки. Вчера кривая Газпрома показала существенный рост, который выглядит странно на фоне представленных результатов.

**Александр Сычев**  
 +7 (495) 725-56-37  
[AASychev@mx.rosbank.ru](mailto:AASychev@mx.rosbank.ru)

## Команда

Исследования и аналитика	Трейдинг	Продажи финансовым учреждениям	Корпоративные продажи	Инвестиционно-банковские услуги
<b>Владимир Колычев</b> <a href="mailto:VKolychev@mx.rosbank.ru">VKolychev@mx.rosbank.ru</a> +7 (495) 725-5637	<b>Борис Брук</b> <a href="mailto:BBruck@rosbank.ru">BBruck@rosbank.ru</a> +7 (495) 232-9828	<b>Марина Петухова</b> <a href="mailto:MVPetukhova@rosbank.ru">MVPetukhova@rosbank.ru</a> +7 (495) 725-5477	<b>Владимир Мацко</b> <a href="mailto:vladimir.matsko@socgen.com">vladimir.matsko@socgen.com</a> +7 (495) 725-57-44	<b>Михаил Афонский</b> <a href="mailto:MAfonsky@rosbank.ru">MAfonsky@rosbank.ru</a> +7 (495) 234-0974
<b>Александр Попов, CFA</b> <a href="mailto:APopov@mx.rosbank.ru">APopov@mx.rosbank.ru</a> +7 (495) 725-5637	<b>Василий Королев</b> <a href="mailto:VKorolev@rosbank.ru">VKorolev@rosbank.ru</a> +7 (495) 234-0986	<b>Вера Шаповаленко</b> <a href="mailto:VShapovalenko@rosbank.ru">VShapovalenko@rosbank.ru</a> +7 (495) 725-5713	<b>Роман Воронин</b> <a href="mailto:roman.voronin@socgen.com">roman.voronin@socgen.com</a> +7 (495) 725-57-44	<b>Виктория Якимова</b> <a href="mailto:Yakimova@rosbank.ru">Yakimova@rosbank.ru</a> +7 (495) 725-5494
<b>Евгений Кошелев</b> <a href="mailto:EKoshelev@mx.rosbank.ru">EKoshelev@mx.rosbank.ru</a> +7 (495) 725-5637	<b>Александр Ройко</b> <a href="mailto:ARoiko@rosbank.ru">ARoiko@rosbank.ru</a> +7 (495) 604-7461	<b>Павел Малявкин</b> <a href="mailto:PVMalvavkin@rosbank.ru">PVMalvavkin@rosbank.ru</a> +7 (495) 725-5713	<b>Евгений Курочкин</b> <a href="mailto:evgeniy.kurochkin@socgen.com">evgeniy.kurochkin@socgen.com</a> +7 (495) 725-57-44	<b>Татьяна Амброжевич</b> <a href="mailto:TAmbrozhevitch@mx.rosbank.ru">TAmbrozhevitch@mx.rosbank.ru</a> +7 (495) 956-6714
<b>Владимир Цибанов</b> <a href="mailto:VNTsibanov@mx.rosbank.ru">VNTsibanov@mx.rosbank.ru</a> +7 (495) 725-5637	<b>Михаил Петушков</b> <a href="mailto:MAPetushkov@rosbank.ru">MAPetushkov@rosbank.ru</a> +7 (495) 604-7461		<b>Александра Павлова</b> <a href="mailto:avpavlova@rosbank.ru">avpavlova@rosbank.ru</a> +7 (495) 725-57-44	<b>Юрий Новиков</b> <a href="mailto:YSNovikov@mx.rosbank.ru">YSNovikov@mx.rosbank.ru</a> +7 (495) 234-0974
<b>Александр Сычев</b> <a href="mailto:ASychev@mx.rosbank.ru">ASychev@mx.rosbank.ru</a> +7 (495) 725-5637	<b>Дмитрий Зайцев</b> <a href="mailto:DZaitsev@rosbank.ru">DZaitsev@rosbank.ru</a> +7 (495) 721-9557		<b>Роман Будаев</b> <a href="mailto:roman.budaev@socgen.com">roman.budaev@socgen.com</a> +7 (495) 725-57-44	
<b>Алексей Думнов</b> <a href="mailto:ADumnov@mx.rosbank.ru">ADumnov@mx.rosbank.ru</a> +7 (495) 725-5637			<b>Андрей Галкин</b> <a href="mailto:aagalkin@rosbank.ru">aagalkin@rosbank.ru</a> +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