

Брифинг **ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ**

Приложение доступно по [ссылке](#)

Ревью предыдущего дня

- Вторник поддержал спокойствие начала недели.** Скучный новостной поток поддержал вчера спокойные настроения на мировых финансовых рынках, сформировавшиеся в начале недели. По итогам дня фондовые индексы, не получив однозначных сигналов, продемонстрировали боковую динамику, а доходности защитных UST'10 отступили от локальных максимумов.
- Новый выпуск Северстали украл интерес к бумагам компании на вторичном рынке.** На нейтральном внешнем фоне суверенная кривая и корпоративные бенчмарки отметились небольшим снижением доходностей. Новый выпуск Северстали, размещенный без премии к собственной кривой, вызвал продажи бумаг компании на вторичном рынке.
- Рубль сдержанно реагирует на назначение нового Председателя ЦБР.** Повышение котировок нефти и евро вызвали снижение стоимости бивалютной корзины на 8 коп. в ходе основной торговой сессии понедельника (корзина 34.86). Сообщение о назначении нового председателя ЦБР во многом уже было отыграно на уровне слухов и практически не оказало влияния на рубль.
- Эльвира Набиуллина стала кандидатом президента на пост главы Банка России.** Интрига с кандидатом на пост главы Банка России решена, что перевело дискуссию в плоскость курса кредитно-денежной политики регулятора. Несмотря на признаки более «мягких» взглядов нового руководства Банка России, мы не видим поводов для пересмотра сроков понижения ключевых ставок.
- Минфин дал четкий сигнал рынку госбумаг.** «Игра» с объемами аукционных бумаг, на наш взгляд, снимает все вопросы о готовности Минфина предложить «щедрую» цену за заемные средства.

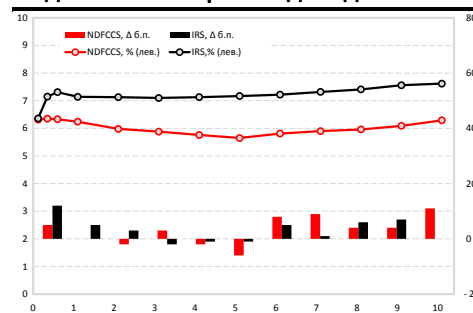
Корпоративные новости

- X5 Retail Group.** Отчетность за 2012 год не принесла позитивных сюрпризов.

Основные события дня

Показатель	Страна	Период
Индекс потребительских цен	Франция	Февраль
Оборот розничной торговли	США	Февраль

Индикативные кривые доходностей



Источник: Bloomberg, Московская Биржа, Росбанк

Ключевые индикаторы рынка

	Посл. знач.	Δ день	Δ нед.
UST'10Y, %	2.02	-4.20	+11.78
BUND'10Y, %	1.48	-3.50	+3.10
LIBOR'3M, %	0.28	+0.10	+0.00
Россия'30, %	3.11	-3.80	+5.90
MosPrime'ON, %	6.29	+2.00	+19.00
iTraxx Xover, б.п.	411.41	+8.61	-24.68
EMBI+Sov, б.п.	270.56	+0.76	-1.43
Россия'5Y CDS, б.п.	140.34	+0.00	-4.42
Коррсчета, млрд. руб.	821.00	-53.80	+26.40
Депозиты, млрд. руб.	108.20	-27.20	+1.90
Операции с ЦБ, млрд. руб.	-143.30	+29.70	-60.20
Dow Jones	14 450.06	+0.02	+1.36
S&P500	1 552.48	-0.24	+0.82
PTC	1 542.55	+0.17	+1.25
ММВБ	1 501.76	-0.15	+1.17
Золото, \$/тр. унц.	1 592.80	+0.81	+1.26
Нефть Brent \$/барр.	109.65	-0.52	-1.79
Руб./\$	30.71	-0.10	+0.15
Руб./Корзина	34.87	-0.11	+0.11

Источник: Bloomberg, Банк России, Росбанк

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

Ревью предыдущего дня

- **Вторник поддержал спокойствие начала недели**

Скудный новостной поток вторника поддержал спокойные настроения на мировых финансовых рынках, сформировавшиеся в начале недели. Из экономических новостей американские данные порадовали растущим оптимизмом в секторе малого бизнеса, а в «депрессивной» Европе данные из Великобритании продолжили череду откровенно слабых отчетов о динамике промышленного производства в Старом Свете. Не получив однозначных сигналов на взятие новых высот, фондовые индексы продемонстрировали боковую динамику (S&P 500 -0.2%, Euro Stoxx 50 -0.2%), а доходности защитных UST'10 отступили от локальных максимумов (-4 бп; 2.02%), вероятно, впечатлившись высоким спросом на первичных аукционах.

Сегодня в фокусе февральский отчет о динамике розничных продаж в США, который, скорее всего, повторит «успех» пятничного NFP, а Евростат подсчитает итоговые результаты работы европейского промышленного сектора в январе, которые, судя по результатам из Германии и Франции, вряд ли, будут блистать оптимизмом.

- **Новый выпуск Северстали украл интерес к бумагам компании на вторичном рынке**

При нейтральном внешнем фоне суверенная премия CDS России сохранилась на уровне 140 бп, а кривая госбондов отметилась небольшим снижением доходностей (RUSSIA 03/30 (3.11%; -4 бп), RUSSIA 04/42 (4.69%; -3 бп)) в темпе коррекции доходностей бенчмарковых бумаг американского Казначейства (-3-4 бп на сопоставимых дюрациях). Движения в корпоративном сегменте соответствовали динамике суверенной кривой. Снижение доходностей широкого круга банковских и отраслевых бенчмарков ограничилось 2-3 бп. Повышенным спросом пользовались долларовые евробонды Сбербанка с дюрациями выше 3.5 лет, отметившиеся снижением доходностей на 5 бп. Продажи наблюдались в бумагах Северстали, в частности выпуска CHMFRU 10/17 (4.27%; +5 бп). Вероятно, инвесторы предпочли заменить бумаги предложенным на первичном рынке выпуском пятилетних еврооблигаций компании, доходность которого установлена на уровне 4.45%, что не предполагает премии к длинному участку кривой Северстали, однако позволяет повысить ликвидность инвестиций в риск компании.

- **Рубль сдержанно реагирует на назначение нового председателя ЦБР**

Краткосрочное восстановление нефтяных котировок и укрепление евро вызвали укрепление рубля в ходе основной торговой сессии понедельника: бивалютная корзина потеряла в стоимости 8 коп. (34.86), а доллар США ограничился лишь потерей 3 коп. в пользу рубля (30.70).

Появившееся во время вечерней сессии сообщение о выборе президента РФ кандидата на пост председателя Банка России во многом уже было отыграно на уровне слухов и практически не оказало влияния на рублевые котировки. Более мягкие взгляды на монетарную политику в среднесрочной перспективе могут повысить давление на котировки национальной валюты, однако в моменте игроки валютного рынка решили проигнорировать новость и продолжили пристально следить за нефтяными котировками и внешним новостным фоном. В перспективе

нескольких дней мы по-прежнему не видим серьезных драйверов, которые могли бы разочаровать аппетиты относительно рубля и «вытолкнуть» его за верхнюю границу устоявшегося диапазона 34.80–35.00 против бивалютной корзины. Напротив, ожидаемые во второй половине недели данные из США, а также приближение налогового периода могут придать уверенности национальной валюте и позволить ей укрепиться до отметки 34.80.

- **Эльвира Набиуллина стала кандидатом президента на пост главы Банка России**

Интрига с новым председателем Банка России разрешилась в пользу экс-министра экономического развития Эльвиры Набиуллиной, хотя и осталась небольшая формальность в части утверждения ее кандидатуры Государственной Думой. В этой связи главный вопрос, на котором концентрируется сообщество инвесторов и исследователей в данный момент – как изменится политика регулятора в области денежно-кредитной политики в связи со сменой руководства. Наш ответ – в краткосрочной перспективе никак. Эльвира Набиуллина зарекомендовала себя как специалист с либеральными взглядами, от которого можно ожидать не только более «мягких» взглядов относительно процентной политики, но и смещения предпочтений в пользу двойственного мандата («рост-инфляция») регулятора. Тем не менее, мы полагаем, в течение процесса перехода к инфляционному таргетированию будет доминировать «наследование» политики текущего руководства Банка России. О таких перспективах сложно судить, не имея информации о вероятных изменениях в команде руководства ЦБ, однако на это указывают косвенные признаки, в частности, назначение уходящего в отставку главу ЦБ Сергея Игнатьева ее советником.

Основной риск, который может проявиться в назначении кандидатуры, представляющей интересы Кремля, кроется в сроках понижения ключевых процентных ставок. Недавно мы пересмотрели прогноз по ставкам в пользу их понижения в 2013 году на 50 бп (предыдущий – понижение на 25 бп) в свете ухудшающейся обстановки в реальном секторе экономики, однако мнение о снижении ставок в 3 квартале этого года остается неизменным ([см. Россия в фокусе, февраль](#)). «Голубиные» взгляды нового главы ЦБ гипотетически могут способствовать переносу понижения ставок на более ранний срок. Так как данный шаг автоматически подорвет доверие к регулятору и поставит под сомнение его «независимости» от полярности взглядов руководства страны, мы полагаем, что ускоренное понижение ставок маловероятно. Однако это не мешает ускорить модернизацию механизма рефинансирования, потому как значимость этих мер для финансовой системы имеет колоссальное значение в свете ожидаемого ухудшения положения денежного рынка, а затягивание реформы до 3 квартала может достаточно быстро трансформироваться в нежелательные шоки реального сектора.

С точки зрения реакции рынков на предстоящие изменения руководства Банка России мы все же можем увидеть некоторые негативные движения ключевых активов – национальной валюты и госбумаг. Рынок вполне может поверить в «мягкость» настроя нового главы Банка России, что повлечет за собой изменение ожиданий по краткосрочным ставкам (негативно для рубля) и «раздувание» долгосрочных инфляционных ожиданий (негативно для госбумаг). В отношении госбумаг в моменте это может еще больше ослабить стимулы иностранных инвесторов на покупку длинных бенчмарков, что сформирует более привлекательные уровни для открытия длинных позиций.

Что касается процентных производных инструментов – их траектория менее очевидна, что уже вынудило нас приостановить рекомендации по контрактам процентных свопов и своп-базиса (см. [Брифинг от 11 марта](#)), а туманная перспектива ускорения смягчения не добавляет определенности. В качестве базового триггера снижения своповых ставок и сужения базиса мы неизменно видим предстоящую реформу инструментов рефинансирования, что вполне вероятно позволит возобновить рекомендации по мере приближения к ней.

- **Минфин дал четкий сигнал рынку госбумаг**

Во второй половине вчерашнего дня Минфин пересмотрел планы на сегодняшний аукцион, понизив объем доразмещения выпуска ОФЗ 25081 (6.21-6.26%) с 20 млрд руб. до 4.2 млрд руб., однако сохранил предложение по бумаге ОФЗ 26209 (6.82-6.87%) в объеме чуть более 8 млрд руб. На первый взгляд формальное понижение объема по 5-летнему бенчмарку можно связать с блеклой конъюнктурой рынка госбумаг в последние недели, однако в связи с тем, что короткие выпуски пользуются большим спросом в условиях неопределенности и его приоритет для спроса не вызывает сомнения, мы склонны видеть в шаге регулятора решительность в вопросах тактики размещения и ценообразования госбумаг. Иными словами, понижение объема предложения 5-летнего бенчмарка подкрепило намерения регулятора минимизировать премии к уровням вторичного рынка. Вторичный рынок слегка приободрился на этих новостях и в некоторых бумагах показал маргинальное снижение доходностей, тем не менее, общая картина осталась контрастно негативной: ОФЗ 25081 (6.23%; -3 бп), ОФЗ 26205 (6.76%; +2 бп), ОФЗ 26209 (6.86%; -1 бп), ОФЗ 26207 (7.34%; +3 бп).

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

- **X5 Retail Group (B2/B+/-) представила ожидаемо слабые финансовые результаты по МСФО за 2012 год**

Выручка X5 в 2012 году увеличилась на 8.1% в рублевом выражении, достигнув 491.1 млрд руб. (\$15.8 млрд, +2.2% г/г). Валовая рентабельность незначительно уменьшилась с 23.8% до 23.6%. Показатель EBITDA сократился на 1.6% до \$1 093 млн, рентабельность EBITDA снизилась на 0.3% до 6.9%. По итогам года отношение общих и административных расходов к выручке не изменилось и осталось на уровне 20.5% (без учета списания по переоценке активов).

Выручка в 4к'12 выросла на 19.4% кв/кв и на 8.9% г/г. В отчетном квартале компания провела списание в размере \$467 млн, связанное с переоценкой активов (основные средства - \$343 млн, нематериальные активы - \$78 млн, инвестиционная собственность - \$26 млн, предоплата по лизингу - \$20 млн), связанное в том числе с прекращением использования бренда «Копейка».

Основные финансовые показатели, \$ млн

	4к'12	кв/кв	3к'12	г/г	4к'11	2012	г/г	2011
Выручка	4 320	+19.4%	3 617	+8.9%	3 965	15 795	+2.2%	15 455
Операционная прибыль*	131	+33.4%	98	-45.0%	238	567	-19.2%	702
рентабельность, %	3.0%	+0.3 пп	2.7%	-3.0 пп	6.0%	3.6%	-1.0 пп	4.5%
ЕБИТДАР	515	+46.3%	352	-1.0%	520	1 745	+1.2%	1 725
рентабельность, %	11.9%	+2.2 пп	9.7%	-1.2 пп	13.1%	11.0%	-0.1 пп	11.2%
ЕБИТДА	329	+58.9%	207	-6.1%	351	1 093	-1.6%	1 111
рентабельность, %	7.6%	+1.9 пп	5.7%	-1.2 пп	8.9%	6.9%	-0.3 пп	7.2%
FFO	176	+71.5%	103	-30.5%	253	596	-20.6%	750
рентабельность, %	4.1%	+1.2 пп	2.8%	-2.3 пп	6.4%	3.8%	-1.1 пп	4.9%
Чистая прибыль*	102	+740.1%	12	-23.9%	134	250	-17.3%	302
рентабельность, %	2.4%	+2.0 пп	0.3%	-1.0 пп	3.4%	1.6%	-0.4 пп	2.0%
Активы	9 582	+2.6%	9 338	+8.8%	8 810	9 582	+8.8%	8 810
Собственные средства	2 202	-9.6%	2 437	+0.3%	2 196	2 202	+0.3%	2 196
Долгосрочный долг	2 346	-10.9%	2 632	-13.0%	2 698	2 346	-13.0%	2 698
Краткосрочный долг	1 682	+19.6%	1 407	+83.8%	915	1 682	+83.8%	915
Чистый долг	3 618	-4.9%	3 803	+12.7%	3 209	3 618	+12.7%	3 209
Чистый долг/ЕБИТДА LTM	3.31x	-0.10x	3.41x	+0.42x	2.89x	3.31x	+0.42x	2.89x
Чистый долг adj/ЕБИТДАР LTM	5.06x	+0.05x	5.02x	+0.35x	4.71x	5.06x	+0.35x	4.71x
FFO LTM/Чистый долг	16.5%	-1.2 пп	17.7%	-6.9 пп	23.4%	16.5%	-6.9 пп	23.4%
FFO LTM adj/Чистый долг adj	11.7%	+0.5 пп	11.2%	-2.6 пп	14.3%	11.7%	-2.6 пп	14.3%
ЕБИТДАР/Проценты	3.14x	+0.31x	2.83x	-0.90x	4.04x	3.13x	-0.35x	3.49x

* без учета разового убытка от переоценки активов

Источник: отчетность по МСФО, расчеты Росбанка

В 2012 году компания нарастила объем долга, доведя его значение до \$4 028 млн, что привело к увеличению чистого долга на 12.7% и росту отношения его значения, скорректированного на обязательства по операционному лизингу, к ЕБИТДАР до 5.06x (+0.35x г/г).

В ходе вчерашнего конференц-звонка менеджмент компании озвучил 11% ориентир роста выручки в 2013 году, а также ожидаемый объем капитальных затрат на уровне 30 млрд руб., из которых 26% планируется направить на переоборудование существующих магазинов.

Мы считаем, что ликвидные облигации компании, торгуемые со спредом 340-360 бп к ОФЗ, справедливо оценены рынком.

Алексей Думнов

+7 (495) 662-1300, доб. 14835

ADumnov@mx.rosbank.ru

Последние публикации

Брифинг долговых рынков	Экономика	Специальные обзоры
Вторник, 12 марта	Ликвидность банковского сектора в марте (рус)	Россия в фокусе, февраль (eng)
Понедельник, 11 марта (Новатек)	Инфляция в феврале (рус / eng)	Норильский никель – профиль эмитента (рус / eng)
Четверг, 7 марта (Вымпелком, ТМК)	Экономика в январе (рус / eng)	Россия в фокусе, январь (рус / eng)
Среда, 6 марта (Инфляция в феврале, Северсталь)	Промышленное производство в январе (рус / eng)	Прогноз факторов ликвидности банковского сектора в 2013 году (рус)
Вторник, 5 марта (Композитный индекс деловой активности)	Итоги февральского заседания ЦБР (рус / eng)	Россия в фокусе, ноябрь (рус / eng)
Понедельник, 4 марта (Ростелеком 19, Русал)	Февральское заседание ЦБР (рус)	Квартальный экономический прогноз - Россия: в борьбе со встречными ветрами (рус / eng)
Пятница, 1 марта (PMI производственного сектора, Мегафон, Мегафон Финанс 6,7)	Ликвидность банковского сектора (рус)	Что сулит более эффективная работа трансмиссионного механизма ДКП (рус / eng)
Четверг, 28 февраля (Недельная инфляция)	Инфляция в январе (рус / eng)	Новации ЦБР помогут «расчистить» канал процентных ставок трансмиссионного механизма монетарной политики (рус / eng)
Среда, 27 февраля (ВЭБ-Лизинг 10,11, Евраз)	Экономика в декабре (рус / eng)	Комментарий к первичному размещению: Внешпромбанк БО-2 (рус)
Вторник, 26 февраля	Промышленное производство в декабре (рус / eng)	Россия в фокусе, октябрь (eng)
Понедельник, 25 февраля	Итоги январского заседания ЦБР (рус / eng)	
Пятница, 22 февраля (Alliance Oil Company)	Январское заседание ЦБР (рус)	
Четверг, 21 февраля (Росбанк БО-7, Норильский никель БО-1,2,4, Северсталь)	Инфляция в декабре (рус / eng)	
	Экономика в ноябре (рус / eng)	
	Промышленное производство в ноябре (рус / eng)	

Команда

Исследования и аналитика	Трейдинг	Продажи финансовым учреждениям	Корпоративные продажи	Инвестиционно-банковские услуги
Владимир Кольчев 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	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 EKosheliev@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14838	Александр Ройко ARoiko@rosbank.ru +7 (495) 604-7461	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	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 ASychev@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14837	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) 662-1300, доб. 14835			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