

# Брифинг **ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ**

Приложение доступно по [ссылке](#)

## Ревью предыдущего дня

- **Спокойное завершение консолидационной недели.** Скучность статистического календаря благоволила спокойному завершению недели, в целом проходившей под флагом консолидации на новых уровнях. Нейтральный новостной поток способствовал некоторому росту рискованных активов в пятницу, что, однако, не помешало поступательному снижению доходностей защитных UST'10 (1.75%).
- **Внешние настроения сдержали корпоративные бенчмарки от снижения.** Перспектива обращения Испании за помощью фонда ESM стимулировала рискованные аппетиты на европейском долговом рынке. Хотя суверенные евробонды остались практически без внимания, узкий круг корпоративных бенчмарков демонстрировал поступательное восстановление после продаж в середине недели.
- **Отскок нефтяных котировок позволил рублю отыграть падение начала недели.** Отыгравая повышение нефтяных котировок, по итогам пятничных торгов рубль смог свести к минимуму падение начала недели (корзина -17 коп.; 35.24). Несмотря на снижение аппетитов к риску, приближение основных налоговых платежей поддержит котировки рубля.
- **Госбумаги ликвидировали потери прошлой недели.** Следуя за нисходящими движениями ставок валютных и процентных свопов (-7-10 бп), бенчмарковые ОФЗ, хотя и ограничились маргинальным снижением доходностей – на 2-4 бп – окончательно компенсировали потери середины недели. На рынке ликвидности наступает напряженная неделя, однако ЦБ в содействии с Казначейством способны сдержать ставки в пределах 6.00%.

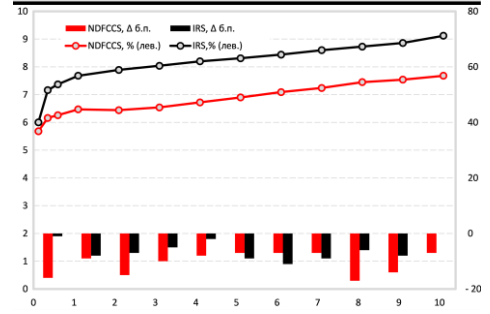
## Корпоративные новости

- **Распадская.** Слабые результаты за 1п'12 по МСФО.

## Основные события дня

Показатель	Страна	Период
Индикатор деловых ожиданий IFO	Германия	Сентябрь
Индикатор деловых ожиданий ФРБ Далласа	США	Сентябрь

Индикативные кривые доходностей



Источник: Bloomberg, ММВБ, Росбанк

## Ключевые индикаторы рынка

	Посл. знач.	Δ день	Δ нед.
UST'10Y, %	1.75	-1.12	-11.32
BUND'10Y, %	1.60	+2.20	-11.00
LIBOR'3М, %	0.37	-0.38	-1.60
Россия'30, %	2.99	+1.00	+5.90
MosPrime'ON, %	5.63	+10.00	+23.00
iTraxx Xover, б.п.	520.63	-6.40	+59.92
EMBI+Sov, б.п.	282.82	-0.42	+12.23
Россия'5Y CDS, б.п.	140.85	-0.82	+15.22
Коррсчета, млрд. руб.	812.90	+42.70	+41.50
Депозиты, млрд. руб.	67.40	-0.90	-8.10
Операции с ЦБ, млрд. руб.	-2.90	+18.10	+26.40
Dow Jones	13 579.47	-0.13	-0.10
S&P500	1 460.15	-0.01	-0.39
PTC	1 522.63	+0.44	-4.39
ММВБ	1 496.65	-0.18	-2.59
Золото, \$/тр. унц.	1 776.98	+0.47	+0.20
Нефть Brent \$/барр.	111.42	+1.25	-4.70
Руб./\$	31.04	-0.71	+1.78
Руб./Корзина	35.22	-0.59	+1.15

Источник: Bloomberg, Банк России, Росбанк

---

**Ревью предыдущего дня**

---

- **Спокойное завершение консолидационной недели**

Скудность статистического календаря благоволила мирному завершению в целом относительно спокойной на события прошлой недели, проходившей под флагом консолидации на достигнутых после действий ФРС и ЕЦБ высотах. По итогам пятничной сессии на рынках сохранилась свойственная последней неделе пониженная волатильность торгов, а нейтральный новостной поток способствовал некоторому росту котировок рискованных активов (S&P 500 -0.01%, Euro Stoxx 50 +0.9%, CRB +0.7%, Brent +1.3%), что, впрочем, не помешало поступательному снижению доходностей защитных UST'10 (1.75%; -1 бп).

Воспользовавшись новостным затишьем, рынкам удалось перевести дух на минувшей неделе после внушительного ралли подстегнутого действиями монетарных регуляторов. Календарь начинающейся недели, однако, обещает предоставить куда больше пищи для размышлений (и волатильности). В фокусе вновь новости из Европы, где французское и испанское правительства планируют предоставить на суд парламентариям (и финансовым рынкам) бюджетный план на предстоящий год. Кабинет министров Франции в пятницу предложит «социалистическую» (с фокусом на повышении налоговой нагрузки на обеспеченных французов и крупный бизнес) версию беспрецедентной для страны бюджетной консолидации (более €30 млрд). При этом, учитывая скудный прогресс французских лидеров на поприще структурных реформ на рынке труда, такая экономия, хоть и поможет вернуть дефицит бюджета ближе к 3%-ному порогу, скорее всего, удержит вторую в Еврозоне экономику в зоне стагнации в следующем году. В куда более сложном положении, однако, находится испанское правительство, новый бюджетный план которого (четверг-пятница) станет очередной лакмусовой бумажкой доверия рынков к проводимой лидерами страны политике. Впрочем, доверие рынков вряд ли удастся восстановить быстро: какой бы ни был предложен план, он, либо будет казаться слишком мягким (т.е. слишком высокий кредитный риск), либо слишком тяжелым (т.е. экономия приведет лишь к падению ВВП и усугубит бюджетные проблемы). Поэтому в переходный период в любом случае потребуются фискальные трансферты со стороны «сильных» стран и в этом контексте, вероятно, более важным индикатором будет реакция европейских партнеров. Готовы ли будут страны-кредиторы выделить финансовую помощь в обмен на предложенные консолидационные мероприятия, или они потребуют более решительных мер? Впрочем, даже в последнем случае пространство для маневра у испанских лидеров практически не осталось, и в конечном итоге им придется пойти на условия стран-кредиторов, особенно в свете утечек в прессу слухов о том, что свежий раунд аудита испанских банков выявил более масштабные (более €100 млрд) потребности в рекапитализации (официальная версия аудита увидит свет в пятницу).

- **Внешние настроения сдержали корпоративные бенчмарки от снижения**

В ожидании решения по программе помощи Испании европейский долговой рынок продолжил занимать длинные позиции на стороне рискованных инструментов, провоцируя сужение спредов госбумаг периферийных стран и «безрисковых» Bunds. Спрос на доходность бумаг из других рискованных сегментов при этом также дает о себе знать: в пятницу при общем нейтральном фоне на рынке нефти и боковом движении в суверенных еврооблигациях (RUSSIA 03/30 (2.99%; +1 бп), RUSSIA 04/42 (4.50%; -1 бп)) российские корпоративные еврооблигации, наконец,

прекратили падение и попытались частично восстановить ценовые уровни начала недели. В числе лидеров корпоративного сегмента из инвестиционной группы оказались преимущественно бумаги Газпрома и ТНК-ВР: GAZPRU 04/18 (3.65%; -3 бп), GAZPRU 04/19 (3.91%; -3 бп), TMENRU 02/20 (3.80%; -3 бп), TMENRU 02/15 (2.32%; -12 бп). Остальные движения сосредоточились в бенчмарках спекулятивного сектора: CHMFRU 07/16 (4.54%; -10 бп), EVRAZ 04/18 (6.66%; -5 бп), VIP 02/21 (6.44%; -3 бп).

- **Отскок нефтяных котировок позволил рублю отыграть падение начала недели.**

Отыгрывая разворот котировок «черного золота», рубль по итогам пятничных торгов укрепился к отметке 35.24, зафиксировав, таким образом, укрепление против бивалютной корзины на 17 коп. Несмотря на заложенный в уровни нефтяных цен оптимизм, спекуляции относительно сроков и условий обращения Испании за финансовой помощью уже на сегодняшнем открытии вернули национальную валюту к отметке 35.40. В то же время, несмотря на утренний разворот настроений на рынке, мы ожидаем увидеть укрепление рубля на фоне сохранения нефтяных котировок на текущих уровнях и активизацию экспортеров по мере приближения основных налоговых платежей.

- **Госбумаги ликвидировали потери прошлой недели**

Рублевые бонды завершили пятницу в смешанных настроениях: по мере постепенного восстановления госбумаг после непродолжительного провала в середине недели корпоративные бенчмарки утратили тонус и на неубедительных объемах продемонстрировали расширение спредов к своповым кривым в пределах 20 бп. Одновременно с этим, кросс-валютные и процентные своповые кривые просели вниз на 7-10 бп, отразив в своем движении укрепление рублем своих позиций против пары основных валют. В результате, бенчмарковые выпуски ОФЗ зафиксировали снижение доходностей на 2-4 бп: ОФЗ 26204 (7.55%, -2 бп), ОФЗ 26208 (7.71%, -2 бп), ОФЗ 26209 (7.89%, -4 бп). В банковском секторе первого эшелона обороты сосредоточились в выпусках с дюрацией до 1 года и выбрали курс на рост доходностей в пределах 15-20 бп. Во втором эшелоне основные сделки прошли в бумагах телекомов (Вымпелком, Теле2) и завершились снижением доходностей в пределах 10 бп.

Пятничный рынок ликвидности был малоинтересен в контексте невысокой активности банков, позволившей краткосрочным ставкам удержаться вблизи уровней операционного инструмента. Однако с началом сегодняшних торгов картина начала меняться не в лучшую сторону: высокая концентрация налоговых платежей на текущей неделе (вторник – НДС и акцизы, пятница – налог на прибыль), способная отвлечь через бюджетный канал до 350-400 млрд руб., вынудила недельные и дневные депозитные ставки сместиться в интервал 5.50-6.00%. Помимо основных инструментов ЦБ – недельное и дневные РЕПО, вероятно, с более щедрыми лимитами, стабилизации ситуации на текущих уровнях будут способствовать депозитные аукционы Казначейства РФ. Бюджетные средства на этой неделе будут предложены двумя траншами (вторник и четверг) по 50 млрд руб. на три месяца каждый (минимальный бид 6.9%).

---

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)

---

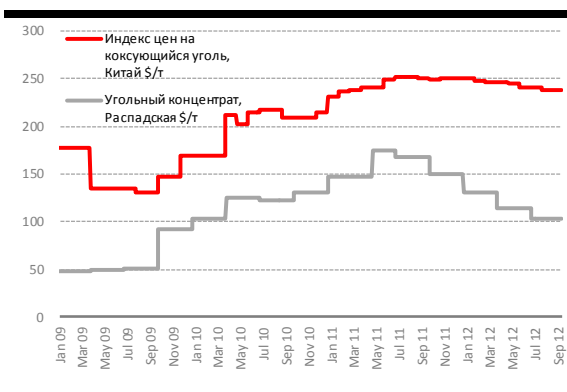
Корпоративные новости

**Финансовые результаты: Распадская**

• **Распадская (B1/-/B+) опубликовала отчетность по МСФО за 1п'12**

Выручка компании снизилась на 24.4% относительно уровня 1п'11 и на 18.2% в сравнении со 2п'11 до \$285 млн вследствие снижения цен на уголь и сокращения спроса начиная с 4к'11, что привело к превышению объемов производства над продажами даже в условиях задержек в реализации программы восстановления мощностей. Показатель EBITDA составил лишь \$96 млн, сократившись на 47.0% г/г и 36.5% пг/пг. Динамика объясняется ростом себестоимости добычи тонны угля на 40.1% г/г и производства тонны концентрата на 24.2% г/г в связи с увеличением расходов на материалы, заработную плату и страховые взносы при относительно стабильном уровне производства. Рентабельность EBITDA снизилась до 33.6%.

Цены на угольный концентрат в России и уголь в Китае



Источник: Bloomberg, Распадская, Росбанк

Производство и реализация концентрата Распадской в 1п'11-1п'12 гг.



Источник: Распадская, Росбанк

В 1п'12 компания рефинансировала выпуск еврооблигаций за счет эмиссии новых долларовых бумаг, а также привлекла кредит в Райффайзенбанке, в результате долг Распадской увеличился до \$555 млн с \$307 млн в конце 2011 г. Чистый долг компании по итогам полугодия вырос до \$497 млн в связи с выкупом акций с рынка и выплаты дивидендов, а долговая нагрузка по показателю Чистый долг/EBITDA LTM увеличилась до 1.65x.

**Основные финансовые показатели, \$ млн**

	1п'12	r/r	1п'11	пг/пг	2п'11	2011	r/r	2010
Выручка	285	-24.4%	377	-18.2%	349	726	+2.9%	706
Операционная прибыль	(4)		132		56	189	-0.4%	189
рентабельность, %	-1.5%	-36.6 пп	35.1%	-17.6 пп	16.1%	26.0%	-0.9 пп	26.8%
EBITDA	96	-47.0%	181	-36.5%	151	331	-3.2%	342
рентабельность, %	33.6%	-14.3 пп	47.8%	-9.7 пп	43.2%	45.6%	-2.9 пп	48.5%
FFO	108	-24.1%	143	+45.1%	75	218	-11.4%	246
рентабельность, %	38.0%	+0.2 пп	37.9%	+16.6 пп	21.4%	30.0%	-4.8 пп	34.8%
Чистая прибыль	(19)		99		37	136	-44.5%	244
рентабельность, %	-6.5%	-32.8 пп	26.2%	-17.0 пп	10.5%	18.7%	-15.9 пп	34.6%
Активы	1 838	-21.3%	2 335	-7.1%	1 978	1 978	-4.7%	2 075
Собственные средства	1 027	-40.7%	1 733	-3.3%	1 062	1 062	-29.4%	1 504
Долгосрочный долг	497	+11814.1%	4	+39869.4%	1	1	-99.6%	302
Краткосрочный долг	58	-81.0%	303	-81.1%	304	304	+3600.4%	8
Чистый долг	406		(108)	+802.5%	45	45		(12)
Чистый долг/EBITDA LTM	1.65x		отр.	+1.51x	0.14x	0.14x		отр.
EBITDA/Проценты	4.71x	-8.11x	12.82x	-6.02x	10.73x	11.78x	-1.14x	12.91x

Источник: отчетность по МСФО, расчеты Росбанка

Затраты на восстановление шахты Распадская на конец 1п'12 составили \$190 млн из запланированного общего объема в размере \$280 млн. Капитальные вложения за 1п'12 составили \$36 млн, что оказалось ниже изначально планировавшегося объема ввиду невыполнения производственного плана на фоне низкого спроса. Компания снизила свой прогноз по капитальным вложениям в 2012 и 2013 годах, по нашим оценкам, инвестиции в 2012 г. составят \$85 млн, в 2013 г. – \$120 млн. Тем не менее, несмотря на слабую рыночную конъюнктуру, компания получила положительный FCF в размере \$67 млн, чему не помешал рост запасов на складах компании, который был компенсирован увеличением кредиторской задолженности и снижением дебиторской задолженности.

Несмотря на слабые результаты за полугодие, мы оцениваем риск Распадской как умеренный с возможностью роста показателя Чистый долг/ЕБИТДА не выше 2х по итогам года и не ожидаем негативного влияния на еврооблигации компании, которые, по нашему мнению, недооценены. RASPAD 04/17 торгуется с премией к аналогичному по дюрации выпуску Евраз (Ba3/B+/BB-) в размере 85 бп и имеет потенциал сужения спреда около 35 бп. В то же время длинные еврооблигации Евраз, на наш взгляд, по-прежнему сохраняют недооцененность относительно кривой Северстали.

#### Спреды между выпусками еврооблигаций компаний черной металлургии



Источник: Bloomberg, Росбанк

**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, CFA, FRM</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:eveniy.kurochkin@socgen.com">eveniy.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:YNovikov@mx.rosbank.ru">YNovikov@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 oferta или предложение делать oferty. 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