

# Брифинг **ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ**

Приложение доступно по [ссылке](#)

## Ревью предыдущего дня

- Европейские лидеры одобрили очередной «уникальный» пакет помощи.** Мировые рынки завершили прошлую неделю в спокойном настроении, сохраняя надежды на благоразумность европейских политиков. Сегодня рынки могут вздохнуть с облегчением после одобрения кипрского соглашения, однако его «прецедентный» характер рискует подорвать уверенность инвесторов в будущем Старого Света.
- Российские евробонды легли в боковой дрейф.** Российские еврооблигации сохранились на уровне предыдущих двух дней вслед за наступившим на мировых рынках спокойствием. Государственные бенчмарки прибавили по 1 бп, а корпоративные бумаги продолжили боковое движение.
- Разрешение кипрских проблем поддержит рубль.** Российский валютный рынок завершил торговую неделю незначительным убытком, на фоне развития финансового кризиса на Кипре (корзина 34.97, +10 коп). Договоренность о структуре антикризисных мер поддержки Кипра ограничит влияние фактора внешней неопределенности, однако снижение активности экспортеров и сдержанный рост нефти переведут движение рубля в боковик.
- Минфин и ЦБР продолжают обсуждать валютные интервенции.** В пятницу замглавы Минфина заявил о достижении договоренности с ЦБР о покупке валюты в суверенные фонды. Новый механизм валютных интервенций позволит нейтрализовать влияние Минфина на ликвидность в среднесрочной перспективе, однако до его реализации ЦБР не избежать реформы системы рефинансирования.
- В госбумагах отмечена активизация интересов к длинным ОФЗ;** денежный рынок без лишних волнений приблизился к неделе пиковых налоговых выплат.

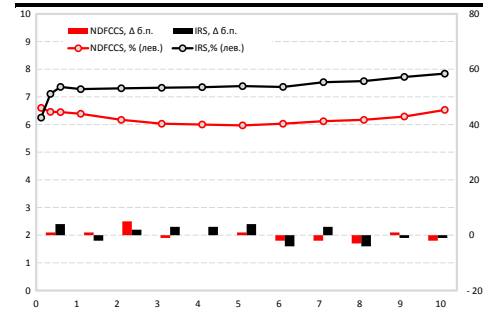
## Корпоративные новости

- Аэрофлот БО-3.** Предложение не привлекательно ниже верхней границы ориентира.
- ДельтаКредит 11-ИП.** Привлекательное предложение с дополнительным обеспечением от высококачественного эмитента.
- Магнит.** Впечатляющие результаты за 2012 год.

## Основные события дня

Показатель	Страна	Период
Индикатор деловой активности ФРБ Чикаго	США	Февраль
Индикатор деловой активности ФРБ Далласа	США	Март

## Индикативные кривые доходностей



Источник: Bloomberg, Московская Биржа, Росбанк

## Ключевые индикаторы рынка

	Посл. знач.	Δ день	Δ нед.
UST'10Y, %	● 1.93	+1.38	-10.46
BUND'10Y, %	● 1.38	+1.40	-9.40
LIBOR'3M, %	● 0.28	+0.05	+0.45
Россия'30, %	● 3.19	+1.40	+4.00
MosPrime'ON, %	● 6.12	+5.00	+12.00
iTraxx Xover, б.п.	● 475.73	-0.54	+73.06
EMBI+Sov, б.п.	● 290.80	+2.63	+18.39
Россия'5Y CDS, б.п.	● 158.99	+0.50	+18.49
Коррсчета, млрд. руб.	● 775.80	-69.00	-29.80
Депозиты, млрд. руб.	● 199.60	+95.20	+90.50
Операции с ЦБ, млрд. руб.	● -24.30	-47.30	+26.80
Dow Jones	● 14 512.03	+0.62	-0.19
S&P500	● 1 556.89	+0.71	-0.41
PTC	● 1 470.91	-1.01	-4.41
ММВБ	● 1 441.36	-1.24	-4.00
Золото, \$/тр. унц.	● 1 608.58	-0.42	+1.14
Нефть Brent \$/барр.	● 107.66	+0.18	-1.21
Руб./\$	● 30.84	-0.18	+0.20
Руб./Корзина	● 34.98	+0.05	+0.21

Источник: Bloomberg, Банк России, Росбанк

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

---

**Ревью предыдущего дня**

---

- **Европейские лидеры одобрили очередной «уникальный» пакет помощи**

Мировые рынки завершили прошлую неделю в относительно спокойном настроении, сохраняя надежды на благоразумность европейских и кипрских политиков. По итогам пятничной торговой сессии фондовые индексы, в целом оставаясь в рамках консолидационного «боковика», в среднем немного подросли (S&P 500 +0.7%, Euro Stoxx 50 -0.1%), в то время как долговые инвесторы умерили покупки защитных активов (UST'10 +2 бп, 1.93%).

Загнанные в жесткие временные рамки европейские чиновники все же смогли прийти к компромиссу по итогам очередного раунда ночных переговоров, удержав, таким образом, Кипр в монетарном союзе. Судя по сводкам деловой прессы, новое соглашение, одобренное европейскими финансовыми лидерами, предусматривает реструктуризацию двух крупнейших банков Республики. При этом мелкие вкладчики, защищенные страховой гарантией, пострадать не должны, основное бремя рекапитализации падет на крупные депозиты – средства крупных вкладчиков наиболее проблемного банка (Cyprus Popular Bank), скорее всего, будут полностью «размыты», а незащищенным кредиторам второго (Bank of Cyprus) повезло больше – по оценкам они потеряют «всего» 40% накоплений. В целях борьбы с ожидаемым оттоком капитала республиканский Парламент еще в пятницу утвердил комплекс законодательных инициатив, включающих ограничение на снятие наличных, принудительную пролонгацию депозитов, перевод текущих счетов в срочные депозиты и другие ограничения на движение капитала. Судя по реакции азиатских площадок, инвесторы вздохнули с облегчением, убедившись в очередной раз в способности европейских лидеров балансировать на краю обрыва. Кипрский прецедент, однако, очевидным образом обнажает отсутствие какого-либо фактического прогресса на пути к банковскому союзу в «единой» Европе и ставит вопрос, сочтут ли лидеры северной Европы обстоятельства следующей проблемной страны достаточно «уникальными» для введения контроля над потоками капитала и на ее территории. Такая неопределенность подрывает уверенность экономических агентов (читай блеклые перспективы восстановления экономического роста) и рискует в конечном итоге вылиться в очередную волну долгового кризиса, тем более что поводов в виде неустойчивой политической ситуации на периферии накопилось не мало.

Помимо реакции на кипрское соглашение внимание рынков в течение текущей недели также сосредоточится на развитии политического кризиса в Италии, где лидер одной из наиболее популярных политических партий господин Берсани попытается сформировать новый кабинет правительства. На статистическом же фронте, несмотря на изобилие интересных релизов, вряд ли, стоит ожидать сюрпризов – динамика экономической активности по разным берегам Атлантики остается разнонаправленной и последние события в Европе лишь укрепят отставание Старого Света.

• **Российские евробонды легли в боковой дрейф**

Вторя спокойным настроениям инвесторов на мировых рынках в конце недели, российские еврооблигации сохранились на уровне предыдущих двух дней. Суверенная премия CDS, за неделю прибавившая более 18 бп, в пятницу подросла лишь на 0.5 бп и достигла 159 бп, а государственные бенчмарки отметились небольшим повышением доходностей (RUSSIA 04/22 (3.27%; +1 бп), RUSSIA 03/30 (3.19%; +1 бп), RUSSIA 04/42 (4.76%; +1 бп)). В корпоративном сегменте продолжилось боковое движение с изменением доходностей в пределах +/- 2 бп. А среди аутсайдеров неожиданно оказались длинные бумаги ВЭБа, Сбербанка и Газпрома (VEBBNK 07/20 (4.09%; +5 бп), SBERRU 02/22 (4.49%; +4 бп), GAZPRU 03/22 (4.32%; +6 бп), GAZPRU 08/37 (5.62%; +7 бп)).

• **Разрешение кипрских проблем поддержит рубль**

Российский валютный рынок завершил торговую неделю незначительным снижением, озаботившись обострением кризисных явлений на Кипре и последующим снижением нефтяных котировок. В то же время коррекция российской валюты встретила серьезное сопротивление со стороны объемных продаж валютной выручки и по итогам недели бивалютная корзина ограничилась ростом лишь на 10 коп. (34.97).

**Сдержанное восстановление нефтяных контрактов, обусловит сохранение котировок бивалютной корзины вблизи отметки 35.00 руб.**



Источник: Bloomberg, Росбанк

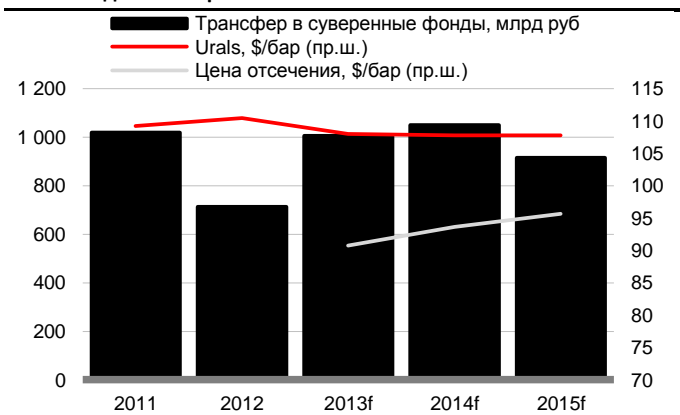
Договоренность о структуре антикризисной помощи Кипру, достигнутая в выходные, по всей видимости, позволит поддержать аппетиты к риску на мировых площадках и воодушевит «быков» на локальном валютном рынке. Тем не менее, риски подобного сценария кроются в вялом восстановлении нефтяных котировок (Brent «завис» вблизи \$108/бар.) и отступлении экспортеров после пиковых продаж перед уплатой НДС. В этой связи на интервале ближайших дней мы имеем, скорее, нейтральный взгляд, предполагающий боковое движение котировок бивалютной корзины вблизи отметки 35.00.

• **Минфин и ЦБР продолжают обсуждать валютные интервенции**

**Минфин и ЦБР договорились о валютных интервенциях.** В пятницу замглавы Минфина Алексей Моисеев заявил о том, что Банк России и министерство достигли договоренности о покупке последней валюты на открытом рынке в целях пополнения Резервного фонда (РФ) и Фонда национального благосостояния (ФНБ). Комментируя сроки перехода на новый механизм интервенций, замминистра отметил, что все подготовительные процедуры должны завершиться до 2015 года, а при отсутствии необходимости изменения законодательства реализация проекта может состояться и раньше.

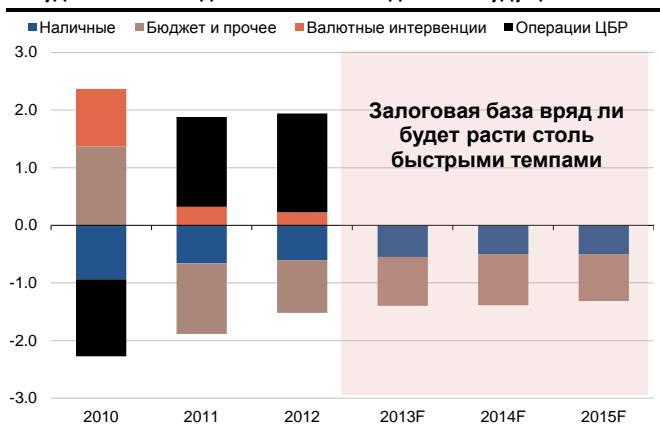
**Покупка валюты Минфином — долгосрочное решение проблемы «утечки» ликвидности.** Как мы отмечали в последнем выпуске [«Россия в Фокусе»](#), валютные интервенции со стороны Минфина, главным образом, призваны компенсировать влияние операций Минфина на ликвидность и, соответственно, нейтрализовать последствия для денежно-кредитной политики. Так, отток ликвидности по бюджетному каналу (определяемый, главным образом, объемом перечислений в суверенные фонды) в течение последних двух лет являлся одной из основных причин формирования значительного структурного дефицита ликвидности банковской системы. Более того, бюджетная стерилизация ликвидности не прекратится и в будущем – новое бюджетное правило предусматривает, что все налоговые доходы от нефти и газа, превышающие определенный порог (рассчитываемый на основе исторической долгосрочной средней цены на нефть – \$91 в 2013 году) должны переводиться в суверенные фонды. Таким образом, при стабильной цене на нефть марки Urals в размере \$110 в течение последующих трех лет бюджет будет ежегодно изымать около 800-900 млрд рублей, что в долгосрочной перспективе может подорвать эффективность трансмиссионного механизма ДКП. В случае же, если Минфин пополняет суверенные фонды посредством валютнообменных операций на открытом рынке, приток ликвидности по каналу валютных интервенций должен полностью компенсировать отток по бюджетному каналу. Идея достаточно изящна для ресурсной экономики, которая ввела бюджетное правило (аналогичный механизм используется в Норвегии) и помимо решения проблемы ликвидности, такой механизм может также способствовать снижению влияния колебаний цен на нефть на национальную валюту.

Новое бюджетное правило...



Источник: Минфин, ЦБР, Росбанк

... бюджет оказывать давление на ликвидность в будущем



**Реализация в жизнь вызывает основные вопросы.** Прежде всего, эта схема не может быть внедрена до тех пор, пока ЦБР не откажется от действующего механизма валютных интервенций, что ожидается не ранее 2015 года (эти планы, очевидно, можно и ускорить). Кроме того, этот механизм лучше всего внедрять в

тот момент, когда базовая цена на нефть (долгосрочная средняя цена, формирующая базу для расчета бюджетных расходов и отчислений в суверенные фонды) совпадает с рыночной ценой. В таком случае влияние от внедрения этого механизма на валютный рынок в момент внедрения будет минимальным. В противном случае внедрение этого механизма может вызвать значительный внешний шок на валютном рынке. Например, если бы такой механизм был внедрен в этом году (при стабильной цене на нефть марки Urals \$110/баррель и минимальной цене \$91/баррель), это привело бы к внезапному росту спроса на валюту на \$30 млрд, что составляет половину ожидаемого профицита текущего счета. Это, в свою очередь, неизбежно привело бы к значительному ослаблению рубля (последствия аналогичны падению цены на нефть на \$15/баррель) и соответствующей коррекции внутреннего спроса. Такой сценарий, на наш взгляд, вряд ли, может быть приемлемым с политической точки зрения.

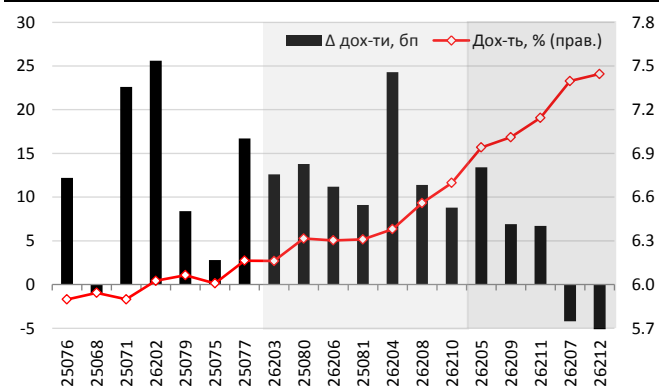
**Постепенное внедрение с 2015 года – наиболее вероятный сценарий.** Очевидно, что выжидать снижения цен на нефть к уровню базовой отсечки власти себе не могут себе (учитывая нарастающие проблемы с ликвидностью, нехваткой обеспечения для рефинансирования в ЦБР и т.д.). Таким образом, наиболее вероятным сценарием с нашей точки зрения является введение такого механизма в 2015 году (или второй половине 2014 года). При этом Минфин совместно с денежными властями примут все меры, чтобы смягчить последствия для валютного рынка, тщательно выбрав момент реализации и, наиболее вероятно, обеспечить поэтапное внедрение нового механизма интервенций (например, растянув переходный период на несколько лет). Наделение ЦБР функциями агента Минфина по проведению операций на открытом рынке в этом контексте должно обеспечить «мягкость» переходного периода.

Что же касается ликвидности, то до внедрения нового механизма валютных интервенций **рефинансирование в ЦБР останется основным каналом пополнения ликвидности, что для повышения эффективности трансмиссионного механизма потребует реформы системы рефинансирования** (более подробно см. последний выпуск [«Россия в Фокусе»](#)).

- **В госбумагах отмечена активизация интересов к длинным ОФЗ; денежный рынок без лишних волнений приблизился к неделе пиковых налоговых выплат**

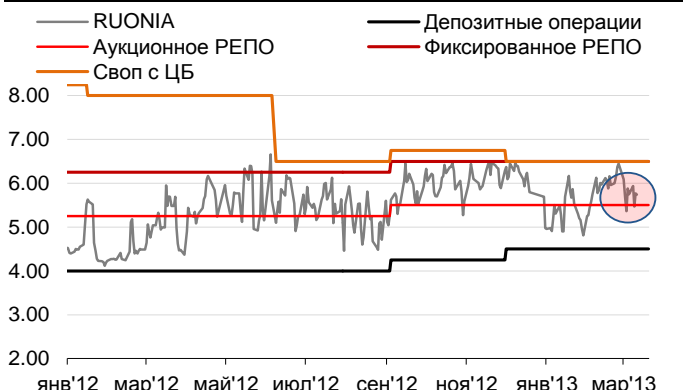
Прошедшая неделя на рынке рублевых облигаций завершилась в ключе сглаживания наклона кривой госбумаг за счет встречных продаж среднесрочных и сдержанных покупок долгосрочных бенчмарков. Среднесрочные бумаги ОФЗ в меньшей степени транслировали ухудшение внешней конъюнктуры, о чем свидетельствует достаточно оптимистичный исход аукциона по размещению ОФЗ 26208, и подали намек на разворот защитных стратегий в локальном сегменте госдолга. Несмотря на то что пятничное закрытие бумаг на дальнем конце кривой состоялось на нейтральных уровнях (при позитивных движениях внутри дня) по отношению к предыдущим торгам, недельная траектория показала снижение доходностей на 3-5 бп, отметив возврат маржинальных интересов к этому участку кривой доходности ОФЗ со стороны нерезидентов. На наш взгляд, период вялотекущей коррекции в ОФЗ подходит к концу и в условиях сохранения достаточной гибкости Минфина на стороне предложения мы видим длинные ОФЗ наиболее привлекательными для наращивания длинных позиций (более подробно см. описание торговой идеи в [EM Trade Idea](#)).

**Дальний участок кривой ОФЗ демонстрировал опережающую динамику**



Источник: ММВБ, Росбанк

**Ставки денежного рынка удержались вблизи центральной ставки вопреки налоговому периоду**



Источник: Банк России, Росбанк

В преддверии объемных налоговых выплат по НДС и акцизам, намеченных на сегодняшний день, денежный рынок ограничил волатильность краткосрочных депозитных ставок, сдержав характерное для налогового периода волнение. Этому способствовал ежедневный баланс факторов ликвидности, сдержанный «сухими» лимитами дневного РЕПО от регулятора и компенсированный увеличением задолженности по недельному РЕПО с ЦБ почти на 200 млрд руб., а также притоком средств Минфина (+94 млрд руб.) на банковские депозиты.

Тем не менее, в пятницу участники рынка начали привлекать средства по операциям валютный своп (+32 млрд руб.) с регулятором, обозначив свои опасения за лимиты предоставления фондирования. Сегодня Банк России расширил лимиты по аукционному РЕПО до 230 млрд руб., что частично нивелировало неопределенность: с учетом наших ожиданий по объемам выплат в бюджет (275 млрд руб.) данные лимиты способны минимизировать потребность в «экстренных» инструментах рефинансирования и предотвратить рост денежных ставок за пределы 6.00/6.25%. Однако в условиях предстоящих объемных выплат по налогу на прибыль (в четверг, 28 марта) последующий вектор ставок остается в зависимости многих факторов, включая лимиты недельного и дневного РЕПО и намерений возобновления депозитов Минфина, и с высокой долей вероятности указывает на верхнюю границу процентного коридора (6.50%).

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

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

**Владимир Цибанов**  
+7 (495) 662-1300, доб. 14834  
[VNTsibanov@mx.rosbank.ru](mailto:VNTsibanov@mx.rosbank.ru)

Корпоративные новости

**Первичный рынок: Аэрофлот БО-3, ДельтаКредит 11-ИП**

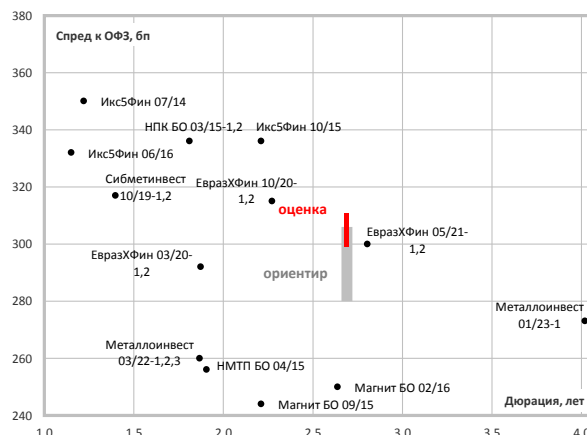
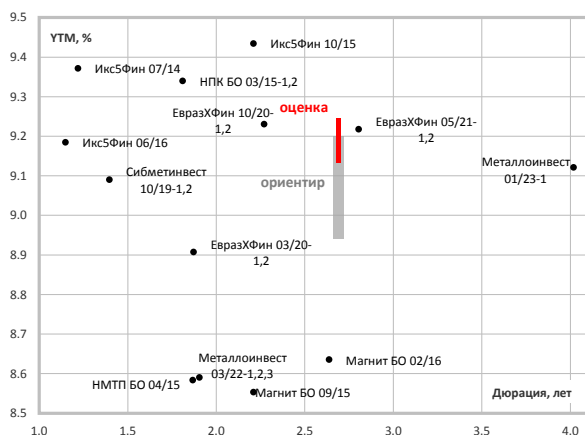
- Аэрофлот (-/-/BB-) планирует 1 апреля открыть книгу заявок на покупку биржевых облигаций на 5 млрд руб.

Эмитент	Аэрофлот
Рейтинги эмитента	-/-/BB-
Вид ценных бумаг	Биржевые облигации
Способ размещения	Букбилдинг
Период сбора заявок	1-2 апреля
Дата размещения	4 апреля
Объем, млн руб.	5 000
Срок обращения	3 года
Ориентир УТМ/купон	8.94-9.20% / 8.75-9.00%
Наша оценка	9.14-9.24% / 8.94-9.04%

Объявление о предстоящем размещении нового выпуска облигаций совпало с новостями о решении Fitch снизить кредитный рейтинг авиакомпании с BB+ до BB-, что включает одну ступень за поддержку со стороны государства (оценка агентством уровня поддержки не изменялась). Снижение рейтинга связано с устойчивым несоответствием показателей долговой нагрузки уровню собственной кредитоспособности рейтинговой категории Double B (ранее агентство рассчитывало, что компания сможет удержать соотношение общего долга с корректировкой на лизинг к EBITDAR ниже 5.0x). Мы согласны с позицией рейтингового агентства. Отрицательное влияние на кредитный профиль Аэрофлота оказала консолидация авиакомпаний Ростехнологий, убыточных на операционном уровне, а также высокие цены на топливо. В результате долговая нагрузка по показателю скорректированный Чистый Долг/EBITDAR выросла с уровня 3.9-4.4x в 2010-2011 гг. до 5.3x по итогам 2011 года, снизившись за следующие 9 месяцев лишь до 5.2x. Учитывая инвестиционную программу Аэрофлота, мы не ожидаем существенного снижения долга в среднесрочной перспективе.

Компания привлекает средства в целях рефинансирования долга – все находящиеся в обращении облигации (два выпуска) компании общим объемом 12 млрд руб. должны быть погашены 8 апреля.

**Индикативная оценка справедливого уровня доходности облигаций Аэрофлот БО-3**



Источник: Московская Биржа, Росбанк

Ориентиры по новому выпуску Аэрофлота предполагают премию 280-306 бп к суверенной кривой. При сравнимом уровне долговой нагрузки облигации Икс 5 (B2/B+/-) торгуются со спредом 330-350 бп к ОФЗ. По нашему мнению, дисконт по доходности бумаг Аэрофлота за вероятную поддержку со стороны государства с учетом высоких рисков отрасли авиаперевозок не должен превышать 30-40 бп.

Кроме того, облигации Евраз (ВаЗ/В+/ВВ-), характеризующегося более сильным кредитным профилем в сравнении с Аэрофлотом выглядят предпочтительнее облигаций последнего при одинаковом уровне компенсации за кредитный риск. Таким образом, мы оцениваем справедливый уровень кредитной премии по новому выпуску Аэрофлота в диапазоне 300-310 бп и рекомендуем принимать участие в размещении только по верхней границе ориентира.

- **ДельтаКредит (ВааЗ/-/ВВВ+) планирует 28-29 марта собрать заявки на покупку 3-летних облигаций с ипотечным покрытием объемом 5 млрд руб.**

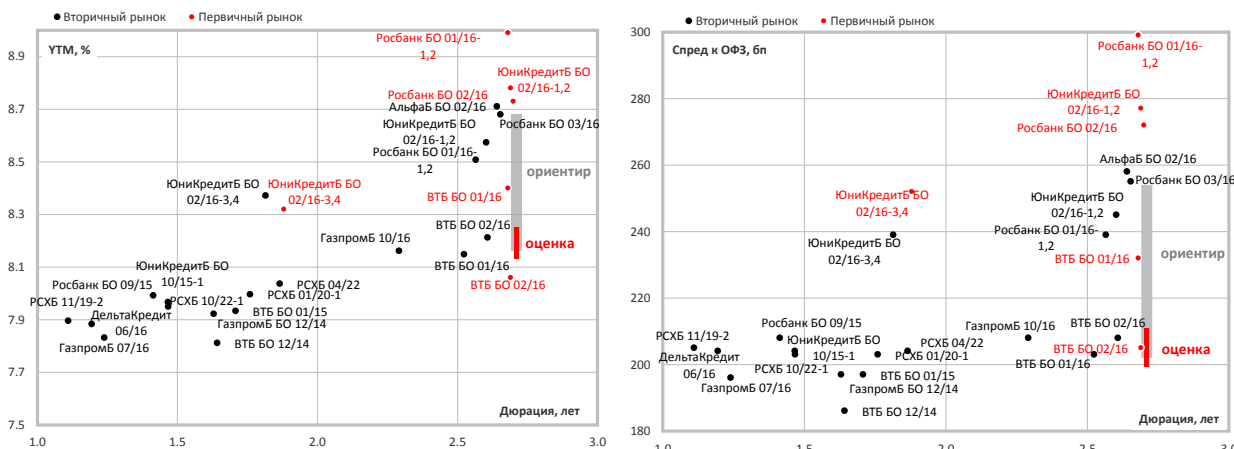
Эмитент	ДельтаКредит
Рейтинги эмитента	ВааЗ/-/ВВВ+
Вид ценных бумаг	Облигации
Способ размещения	Букбилдинг
Период сбора заявок	28-29 марта
Дата размещения	2 апреля
Объем, млн руб.	5 000
Срок обращения	3 года
Ориентир УТМ/купон	8.16-8.68% / 8.00-8.50%
Наша оценка	8.14-8.24% / 7.98-8.08%

Банк ДельтаКредит возвращается на рынок с очередным выпуском бумаг с ипотечным покрытием. Аналогичные по структуре облигации банка, находящиеся в обращении, характеризуются низкой ликвидностью. Единственный ликвидный выпуск облигаций не имеет дополнительного обеспечения и торгуется со спредом около 210 бп к кривой ОФЗ при дюреции 1.2 года, предлагая минимальную премию к кривым квазигосударственных банков. На близких уровнях также торгуются облигации Росбанка (ВааЗ/-/ВВВ+) и Юникредит Банка (-/ВВВ/ВВВ) сравнимой дюреции.

На более длинном участке кривой доходности облигации дочерних иностранных банков торгуются с премией до 50 бп к квазигосударственным банкам. Мы сохраняем наши ожидания в отношении сужения этих спредов до минимальных значений. Дополнительное обеспечение в виде ипотечного покрытия еще больше снижает кредитный риск держателей облигаций, что также подтверждается мнением Moody's, присвоившему предыдущему аналогичному по структуре выпуску ДельтаКредит рейтинг Ваа1 – на две ступени выше рейтинга эмитента.

По нашему мнению участие в размещении привлекательно даже по нижней границе объявленного ориентира. Единственным сдерживающим фактором для некоторых инвесторов может быть возможная низкая ликвидность нового выпуска на вторичном рынке.

**Индикативная оценка справедливого уровня доходности облигаций ДельтаКредит 11-ИП**



Источник: Московская Биржа, Росбанк

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

## Корпоративные события: Магнит

- Магнит (-/ВВ-/-) представил отчетность по МСФО за 2п12 и 2012 г.

В 2012 году компания продемонстрировала весьма неплохие результаты, увеличив рентабельность EBITDA на 2.4 пп до 10.3%, сам показатель вырос на 64.9% и достиг \$1 489 млн. Валовая маржа увеличилась на 2.2 пп до 26.5% за счет улучшения закупочных условий. Рост выручки составил 26.3% г/г, что привело к достижению объема в \$14.4 млрд (448.7 млрд руб.). Показатель EBITDAR вырос на 66.4% и составил \$1 900 млн, рентабельность по нему достигла 13.2%.

### Основные финансовые показатели, \$ млн

	2п12	пг/пг	1п'12	г/г	2п'11	2012	г/г	2011
Выручка	7 654	+13.0%	6 776	+28.6%	5 953	14 430	+26.3%	11 423
Операционная прибыль	642	+32.6%	484	+53.5%	418	1 126	+80.2%	625
рентабельность, %	8.4%	+1.2 пп	7.1%	+1.4 пп	7.0%	7.8%	+2.3 пп	5.5%
EBITDA	830	+26.1%	659	+45.5%	571	1 489	+64.9%	903
рентабельность, %	10.8%	+1.1 пп	9.7%	+1.3 пп	9.6%	10.3%	+2.4 пп	7.9%
EBITDAR	1 095	+36.2%	805	+55.5%	704	1 900	+66.4%	1 142
рентабельность, %	14.3%	+2.4 пп	11.9%	+2.5 пп	11.8%	13.2%	+3.2 пп	10.0%
FFO	687	+31.6%	522	+43.0%	480	1 209	+57.6%	767
рентабельность, %	9.0%	+1.3 пп	7.7%	+0.9 пп	8.1%	8.4%	+1.7 пп	6.7%
Чистая прибыль	468	+37.7%	340	+68.1%	278	808	+92.9%	419
рентабельность, %	6.1%	+1.1 пп	5.0%	+1.4 пп	4.7%	5.6%	+1.9 пп	3.7%
Активы	7 261	+32.3%	5 488	+33.3%	5 447	7 261	+33.3%	5 447
Собственные средства	3 267	+23.2%	2 652	+33.8%	2 441	3 267	+33.8%	2 441
Долгосрочный долг	1 259	-9.6%	1 392	-11.6%	1 424	1 259	-11.6%	1 424
Краткосрочный долг	827	+674.0%	107	+330.4%	192	827	+330.4%	192
Чистый долг	1 648	+20.2%	1 371	+53.0%	1 077	1 648	+53.0%	1 077
Чистый долг/EBITDA LTM	1.11x	-0.01x	1.12x	-0.09x	1.19x	1.11x	-0.09x	1.19x
Чистый долг adj/EBITDAR LTM	2.60x	+0.21x	2.39x	-0.02x	2.62x	2.60x	-0.02x	2.62x
FFO LTM/Чистый долг	73.4%	+0.4 пп	72.9%	+2.1 пп	71.2%	73.4%	+2.1 пп	71.2%
FFO LTM adj/Чистый долг adj	30.0%	-2.8 пп	32.9%	-1.0 пп	31.0%	30.0%	-0.8 пп	30.7%
EBITDAR/Проценты	6.69x	-0.30x	6.99x	+0.75x	5.94x	6.81x	+1.24x	5.57x

Источник: отчетность по МСФО, расчеты Росбанка

В 2013 году компанию ожидает ряд погашений (облигации и часть кредитных линий) в объеме \$827 млн, большая часть которых приходится на 2-е полугодие. У компании не должно возникнуть проблем в этой связи. Чистый долг составляет \$1 642 млн, отношение Чистый долг/EBITDA незначительно снизилось г/г до 1.11x, показатель, скорректированный на обязательства по операционному лизингу (Чистый долг adj/EBITDAR), также незначительно уменьшился до 2.60x по итогам года (в собственности компании находится чуть более 40% всех торговых площадей).

Сергей Галицкий на звонке по результатам года сообщил, что не видит серьезных причин для уменьшения рентабельности, но также и не исключает небольшой коррекции достаточно высоких для рынка показателей (около 100 бп по рентабельности EBITDA в 2013 году). Одним из факторов может стать увеличение заработных плат. Инвестиции в 2013 году могут превысить \$1.8 млрд, планируется открыть аналогичное 2012 г. количество магазинов.

По нашему мнению, ликвидные выпуски компании справедливо оценены рынком, предлагая премию 230-250 бп к ОФЗ, однако в случае позитивного пересмотра рейтинга агентством S&P в ближайший месяц мы не исключаем снижения доходностей по ним.

Алексей Думнов  
 +7 (495) 725-56-37  
[ADumnov@mx.rosbank.ru](mailto:ADumnov@mx.rosbank.ru)

## Последние публикации

Брифинг долговых рынков	Экономика	Специальные обзоры
<a href="#">Пятница, 22 марта</a> (Фосагро)	<b>Экономика в феврале</b> ( <a href="#">рус</a> / <a href="#">eng</a> )	<b>Торговая идея: Покупать ОФЗ 26207</b> ( <a href="#">eng</a> )
<a href="#">Четверг, 21 марта</a> (Индикаторы внутреннего спроса, недельная инфляция)	<b>Промышленное производство в феврале</b> ( <a href="#">рус</a> / <a href="#">eng</a> )	<b>Квартальный экономический обзор</b> ( <a href="#">рус</a> / <a href="#">eng</a> )
<a href="#">Среда, 20 марта</a> (МТС)	<b>Итоги мартовского заседания ЦБР</b> ( <a href="#">рус</a> )	<b>Россия в фокусе, февраль</b> ( <a href="#">рус</a> / <a href="#">eng</a> )
<a href="#">Вторник, 19 марта</a> (Промышленное производство в феврале, Мечел)	<b>Мартовское заседание ЦБР</b> ( <a href="#">рус</a> )	<b>Норильский никель – профиль эмитента</b> ( <a href="#">рус</a> / <a href="#">eng</a> )
<a href="#">Понедельник, 18 марта</a> (Еврохим)	<b>Ликвидность банковского сектора в марте</b> ( <a href="#">рус</a> )	<b>Россия в фокусе, январь</b> ( <a href="#">рус</a> / <a href="#">eng</a> )
<a href="#">Пятница, 15 марта</a> (Роснефть 7,8)	<b>Инфляция в феврале</b> ( <a href="#">рус</a> / <a href="#">eng</a> )	<b>Прогноз факторов ликвидности банковского сектора в 2013 году</b> ( <a href="#">рус</a> )
<a href="#">Четверг, 14 марта</a> (Торговый баланс, недельная инфляция)	<b>Экономика в январе</b> ( <a href="#">рус</a> / <a href="#">eng</a> )	<b>Россия в фокусе, ноябрь</b> ( <a href="#">рус</a> / <a href="#">eng</a> )
<a href="#">Среда, 13 марта</a> (X5 Retail Group)	<b>Промышленное производство в январе</b> ( <a href="#">рус</a> / <a href="#">eng</a> )	<b>Квартальный экономический прогноз - Россия: в борьбе со встречными ветрами</b> ( <a href="#">рус</a> / <a href="#">eng</a> )
<a href="#">Вторник, 12 марта</a>	<b>Итоги февральского заседания ЦБР</b> ( <a href="#">рус</a> / <a href="#">eng</a> )	<b>Что сулит более эффективная работа трансмиссионного механизма ДКП</b> ( <a href="#">рус</a> / <a href="#">eng</a> )
<a href="#">Понедельник, 11 марта</a> (Новатек)	<b>Февральское заседание ЦБР</b> ( <a href="#">рус</a> )	<b>Новации ЦБР помогут «расчитать» канал процентных ставок трансмиссионного механизма монетарной политики</b> ( <a href="#">рус</a> / <a href="#">eng</a> )
<a href="#">Четверг, 7 марта</a> (Вымпелком, ТМК)	<b>Ликвидность банковского сектора</b> ( <a href="#">рус</a> )	<b>Комментарий к первичному размещению: Внешпромбанк БО-2</b> ( <a href="#">рус</a> )
<a href="#">Среда, 6 марта</a> (Инфляция в феврале, Северсталь)	<b>Инфляция в январе</b> ( <a href="#">рус</a> / <a href="#">eng</a> )	<b>Россия в фокусе, октябрь</b> ( <a href="#">eng</a> )
<a href="#">Вторник, 5 марта</a> (Композитный индекс деловой активности)	<b>Экономика в декабре</b> ( <a href="#">рус</a> / <a href="#">eng</a> )	
<a href="#">Понедельник, 4 марта</a> (Ростелеком 19, Русал)	<b>Промышленное производство в декабре</b> ( <a href="#">рус</a> / <a href="#">eng</a> )	
	<b>Итоги январского заседания ЦБР</b> ( <a href="#">рус</a> / <a href="#">eng</a> )	

## Команда

Исследования и аналитика	Трейдинг	Продажи финансовым учреждениям	Корпоративные продажи	Инвестиционно-банковские услуги
<b>Владимир Кольчев</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) 662-1300, доб. 14836	<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) 662-1300, доб. 14838	<b>Александр Ройко</b> <a href="mailto:ARoiko@rosbank.ru">ARoiko@rosbank.ru</a> +7 (495) 604-7461	<b>Павел Малавкин</b> <a href="mailto:PVMalayvkin@rosbank.ru">PVMalayvkin@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) 662-1300, доб. 14834	<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) 662-1300, доб. 14837	<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) 662-1300, доб. 14835		<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 2013