

Брифинг **ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ**

Приложение доступно по [ссылке](#)

Ревью предыдущего дня

- Позитивный настрой после решения по Греции быстро испарился.** Рынки отреагировали позитивно на решение ЕС, однако к концу сессии нашлось немало поводов для охлаждения индексов (Euro Stoxx 50 +0.04%, S&P 500 -0.52%). В частности было подвергнуто сомнениям положение о выкупе госбумаг Греции, а США вернулись к опасениям фискального ужесточения. «Безрисковые» инструменты продолжили терять 2-3 бп доходности: UST'10 (1.63%), GEB'10 (1.42%).
- Разворот рискованных настроений оказывает давление на рубль.** Отыгравая решение о выделении Греции помощи, рубль во вторник продолжил поступательную динамику (корзина 35.14; -4 коп.). Однако уже сегодня появились признаки разворота тренда, провоцируемые отсутствием прогресса в переговорах по «фискальному обрыву» и снижением поддержки со стороны экспортеров.
- Снижение активности на рынке ОФЗ ограничивает потенциал аукциона.** Сегмент госбумаг демонстрировал маржинальные покупки на среднем и дальнем участках кривой, однако падение активности и уровни доходностей на вторичных торгах ставят под сомнение потенциал сегодняшнего аукциона ОФЗ 25080. Денежный рынок также не демонстрирует стабилизации, несмотря на щедрые лимиты по операционным инструментам Банка России.

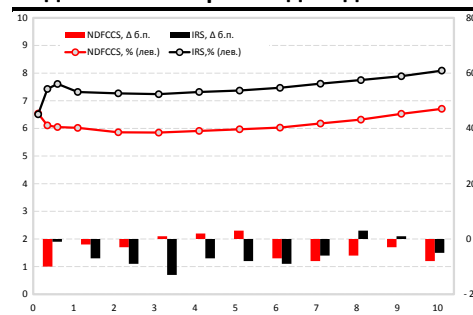
Корпоративные новости

- Лукойл.** Сильные результаты в 3к'12.
- ТМК.** Отчетность по МСФО за 3к'12. Представленные данные не разочаровали.

Основные события дня

Показатель	Страна	Период
Денежная масса М3	Еврозона	Октябрь
Индекс потребительских цен	Германия	Ноябрь
Продажи на первичном рынке жилой недвижимости	США	Октябрь

Индикативные кривые доходностей



Источник: Bloomberg, ММВБ, Росбанк

Ключевые индикаторы рынка

	Посл. знач.	Δ день	Δ нед.
UST'10Y, %	1.64	-2.56	-2.90
BUND'10Y, %	1.44	+2.60	+2.30
LIBOR'3M, %	0.31	+0.00	+0.10
Россия'30, %	2.78	-5.30	-6.30
MosPrime'ON, %	6.51	+13.00	+12.00
iTraxx Xover, б.п.	500.09	-9.21	-20.45
EMBI+Sov, б.п.	272.02	-2.02	-5.20
Россия'5Y CDS, б.п.	143.37	-2.96	-5.12
Коррсчета, млрд. руб.	709.90	-25.60	-105.70
Депозиты, млрд. руб.	100.90	+1.20	-13.00
Операции с ЦБ, млрд. руб.	-355.60	+14.40	-192.90
Dow Jones	12 878.13	-0.69	+0.70
S&P500	1 398.94	-0.53	+0.80
PTC	1 417.60	-0.66	+0.99
ММВБ	1 394.87	-0.65	-0.07
Золото, \$/тр. унц.	1 745.55	-0.27	+1.05
Нефть Brent \$/барр.	109.87	-0.96	+0.04
Руб./\$	31.09	+0.25	-0.70
Руб./Корзина	35.19	+0.09	-0.18

Источник: Bloomberg, Банк России, Росбанк

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

Ревью предыдущего дня

- **Позитивный настрой после решения по Греции быстро испарился**

Несмотря на значительность мер, предложенных европейскими министрами для вывода Греции из долгового кризиса, легкое «послевкусие» ограничило потенциал роста рискованных активов, позволив лишь европейскому сегменту периферийного госдолга занять покупательские позиции. Основным пунктом плана спасения, вызвавшим вопросы у участников рынка, стало положение по обратному выкупу госбумаг Греции. Интересное предложение с точки зрения принудительного снижения долговой нагрузки, очевидно, скрывает дьявола в своих деталях (за счет каких средств будет финансироваться выкуп и как это будет отражено греческими банками), которые пока не доступны для ознакомления. В итоге доходности испанских «десятилеток» приблизились к отметке 5.5%, а греческих бенчмарков – к 16.0%, однако европейские фондовые площадки, стартовав с отрывом на +0.75% от предыдущего закрытия, к концу сессии растеряли почти все преимущество (Euro Stoxx 50 +0.04%).

Американские игроки в свою очередь переключились на локальные проблемы. Несмотря на довольно оптимистичные значения статданных, опубликованные в первые часы торгов, отсутствие определенности по мере приближения «фискального обрыва» вынудило S&P 500 снизиться на 0.5%. Одновременно с этим товарные рынки были устойчивы (CRB +0.01%), а «безрисковые» активы потеряли в доходностях еще 2-3 бп до 1.63% (UST'10) и 1.42% (GEB'10). Заказы товаров длительного пользования по итогам октября и ноябрьские потребительские настроения оказались сильнее ожиданий, а индикатор деловых ожиданий по оценке регионального ФРБ Ричмонда вырвался в положительную зону. Однако регулярная статистика осталась на втором плане в связи с повышенным вниманием к ходу переговоров политиков по мерам преодоления фискального провала. В частности, вчера Барак Обама запустил общественную кампанию в поддержку повышения налогов на доходы богатых слоев населения, однако «болезненность» решения и короткие сроки до автономного фискального ужесточения могут так и не привести к консенсусу республиканцев и демократов.

Сегодня в календаре пакет разнородных данных. В Европе ожидаем публикацию индекса потребительских цен Германии и отчет о динамике денежного агрегата М3. По другую сторону Атлантики будут опубликованы данные по объему продаж жилой недвижимости на первичном рынке.

- **Разворот рискованных настроений оказывает давление на рубль**

Отыгравая решение о выделении Греции финансовой помощи и неплохую макростатистику из США, котировки рубля во вторник сохранились вблизи максимальных значений ноября. Корзина закрылась на уровне 35.14, потеряв 4 коп. к предыдущему закрытию.

Однако уже сегодня рынок подал признаки разворота восходящего тренда, что свойственно прохождению контрольной точки по уплате НДС и снижению активности экспортных продаж валютной выручки. Дополнительным поводом для переоценки уровней рубля до уровня 35.25 против бивалютной корзины послужило отсутствие прогресса в переговорах о фискальной консолидации в США. В этой связи мы полагаем, что снижение аппетитов к риску в краткосрочной перспективе продолжит формировать коррекционную динамику рублевых котировок.

- **Снижение активности на рынке ОФЗ ограничивает потенциал аукциона**

Рынок рублевых облигаций продолжил безыдейное начало недели. Сохраняя умеренный объем торгов, длинные бенчмарковые гособлигации снизились в доходностях на 1-2 бп: ОФЗ 26205 (7.04%; -1 бп), ОФЗ 26207 (7.33%; -1 бп). На среднем участке кривой движения были сопоставимы, однако активности практически не было видно: ОФЗ 26203 (6.83%; -2 бп), ОФЗ 26206 (6.86%; -2 бп). На вторичных торгах участники демонстрировали маргинальный интерес к ОФЗ 25080 (6.85%; -2 бп), что ставит под сомнение успех сегодняшнего аукциона. Минфин планирует разместить 15 млрд руб. из серии 25080 с доходностью в диапазоне 6.80-6.85%. Вероятнее всего, утренний негатив на мировых рынках продолжит давить на котировки против планов регулятора.

Денежный рынок, тем временем, проигнорировал щедрое предложение Банка России на недельном аукционе РЕПО. Из 1.56 трлн руб. было востребовано почти 1.2 трлн руб. Дневной инструмент при этом не зафиксировал ажиотажного спроса и роста аукционных ставок (5.59/5.52%), однако это не сдержало дневные депозитные ставки от скачка к верхней границе процентного коридора. Сегодня регулятор расширил лимиты однодневного РЕПО до 570 млрд руб., однако мы не видим в этом смягчающей меры для рынка в целом. Вероятнее всего, дает знать о себе проблема неравномерности распределения залогового обеспечения. В довершение вчера Казначейство РФ разместило депозиты на 33.4 млрд руб., что позволит частично нивелировать сегодняшнее погашение в объеме 40 млрд руб.

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: Лукойл, ТМК

- **Лукойл (Ваа2/ВВВ-/ВВВ-) представил результаты за 3к'12 по US GAAP**

Лукойл показал рост выручки на 2.7% г/г до \$35.5 млрд, показатель EBITDA повысился на 8.9% г/г и превысил \$5.4 млрд, рентабельность поднялась до 15.3%.

Наиболее впечатляюще среди представленных компанией данных выглядит показатель FCF, который в 3к'12 составил \$3.0 млрд, что лишь на \$570 млн было обеспечено высвобождением оборотных активов. Это позволило Лукойлу снизить чистый долг на 23.2% за квартал до \$4.05 млрд, а долговую нагрузку по соотношению скорректированного на операционный лизинг чистого долга к EBITDA LTM до 0.3х.

Капитальные вложения составили \$2.7 млрд за квартал, а за 9м'12 компания инвестировала \$7.7 млрд, что свидетельствует о решении перенести часть запланированных инвестиций (план – \$13.0 млрд в 2012 г.) на 2013 г. FCF с начала года перевалил отметку \$4.6 млрд, часть средств была потрачена на приобретения и выплату дивидендов, но мы считаем, что у компании останутся средства для дальнейшего снижения задолженности.

Основные финансовые показатели, \$ млн

	3к'12	г/г	3к'11	кв/кв	2к'12	9м'12	г/г	9м'11
Выручка	35 494	+2.7%	34 563	+9.6%	32 397	103 152	+4.1%	99 101
Операционная прибыль	4 085	+11.3%	3 671	+59.1%	2 568	10 695	-7.1%	11 508
рентабельность, %	11.5%	+0.9 пп	10.6%	+3.6 пп	7.9%	10.4%	-1.2 пп	11.6%
ЕБИТДАР	5 483	+9.0%	5 028	+48.3%	3 698	14 387	-6.4%	15 365
рентабельность, %	15.4%	+0.9 пп	14.5%	+4.0 пп	11.4%	13.9%	-1.6 пп	15.5%
ЕБИТДА	5 426	+8.9%	4 984	+48.8%	3 647	14 229	-6.6%	15 239
рентабельность, %	15.3%	+0.9 пп	14.4%	+4.0 пп	11.3%	13.8%	-1.6 пп	15.4%
Чистая прибыль	3 470	+45.2%	2 390	+212.9%	1 109	8 232	-8.9%	9 034
рентабельность, %	9.8%	+2.9 пп	6.9%	+6.4 пп	3.4%	8.0%	-1.1 пп	9.1%
Активы	96 748	+6.0%	91 293	+4.2%	92 888	96 748	+6.0%	91 293
Собственные средства	72 876	+9.3%	66 702	+7.4%	67 868	72 876	+9.3%	66 702
Долгосрочный долг	5 668	-27.5%	7 814	-19.7%	7 058	5 668	-27.5%	7 814
Краткосрочный долг	821	-56.9%	1 905	-54.3%	1 797	821	-56.9%	1 905
Чистый долг	4 054	-23.2%	5 278	-25.6%	5 446	4 054	-23.2%	5 278
Чистый долг adj/ЕБИТДАР LTM	0.30x	-0.03x	0.33x	-0.08x	0.38x	0.30x	-0.03x	0.33x
Чистый долг/ЕБИТДА LTM	0.22x	-0.05x	0.27x	-0.08x	0.30x	0.22x	-0.05x	0.27x
ЕБИТДА/Проценты	49.78x	+22.40x	27.38x	+26.99x	22.79x	29.84x	+3.05x	26.79x

Источник: отчетность по US GAAP, расчеты Росбанка

По нашему мнению, облигации компании справедливо оцениваются рынком.

- **ТМК (В1/В+/-) опубликовала отчетность по МСФО за 3к'12**

В 3к'12 выручка компании снизилась на 9.2% кв/кв до \$1.6 млрд вследствие сезонного снижения объема продаж трубной продукции, ухудшения сортамента и падения цен. Показатель ЕБИТДА ввиду снижения загрузки мощностей в условиях проведения ремонтных работ на предприятиях компании в России и США, а также изменения структуры продаж сократился на 16.4% кв/кв до \$241 млн. Рентабельность ЕБИТДА понизилась до 14.9%.

Основные финансовые показатели, \$ млн

	3к'12	кв/кв	2к'12	г/г	3к'11	9м'12	г/г	9м'11
Выручка	1 617	-9.2%	1 781	+0.8%	1 604	5 056	-1.8%	5 151
Операционная прибыль	147	-21.3%	187	+30.3%	113	539	-2.6%	553
рентабельность, %	9.1%	-1.4 пп	10.5%	+2.1 пп	7.0%	10.7%	-0.1 пп	10.7%
ЕБИТДА	241	-16.4%	288	+20.5%	200	806	-1.9%	822
рентабельность, %	14.9%	-1.3 пп	16.2%	+2.4 пп	12.5%	15.9%	-0.0 пп	15.9%
FFO	141	-34.3%	215	+112.6%	66	550	+6.9%	515
рентабельность, %	8.7%	-3.3 пп	12.1%	+4.6 пп	4.1%	10.9%	+0.9 пп	10.0%
Чистая прибыль	69	-10.3%	76	+224.5%	21	250	-10.2%	279
рентабельность, %	4.2%	-0.1 пп	4.3%	+2.9 пп	1.3%	5.0%	-0.5 пп	5.4%
Активы	7 206	+2.9%	7 001	+3.8%	6 943	7 206	+3.8%	6 943
Собственные средства	2 045	+8.9%	1 878	+13.4%	1 803	2 045	+13.4%	1 803
Долгосрочный долг	2 895	+6.4%	2 722	-12.9%	3 323	2 895	-12.9%	3 323
Краткосрочный долг	921	-6.8%	988	+106.5%	446	921	+106.5%	446
Чистый долг	3 686	+3.3%	3 569	+2.0%	3 612	3 686	+2.0%	3 612
Чистый долг/ЕБИТДА LTM	3.58x	-0.03x	3.62x	+0.33x	3.25x	3.58x	+0.33x	3.25x
FFO LTM/Чистый долг	18.9%	+1.5 пп	17.4%	-1.0 пп	19.9%	18.9%	-1.0 пп	19.9%
ЕБИТДА/Проценты	3.32x	-0.71x	4.02x	+0.64x	2.68x	3.63x	+0.13x	3.51x

Источник: отчетность по МСФО, расчеты Росбанка

Операционный поток компании покрыл инвестиции в размере \$109 млн, что позволило ТМК получить положительный FCF в размере \$50 млн, которые были потрачены на выплату дивидендов акционерам. В итоге чистый долг компании за квартал повысился на 3.3% до \$3.7 млрд, а долговая нагрузка по показателю

Чистый долг/ЕБИТДА LTM немного снизилась до 3.58x благодаря улучшению операционных показателей г/г.

Компания ожидает улучшения показателей в 4к'12 благодаря высокому спросу на трубы нефтегазового назначения в России. На американском и европейском рынках сохраняется сложная ситуация.

Мы закрываем нашу рекомендацию на покупку рублевых облигаций ТМК, спред к суверенной кривой которых снизился с 330 бп до 270 бп. В то же время выпуск еврооблигаций TRUBRU 01/18, торгующийся с премией к кривой Евраз (Ba3/B+/BB-) около 40 бп и, как и длинные бумаги последнего, недооцененный относительно бумаг Северстали (Ba1/BB+/BB) имеет потенциал роста при сохранении позитивного настроения инвесторов в отношении рисков развивающихся рынков.

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

Последние публикации

Брифинг долговых рынков	Экономика	Специальные обзоры
Вторник, 27 ноября	Экономика в октябре (рус / eng)	Квартальный экономический прогноз - Россия: в борьбе со встречными ветрами (eng)
Понедельник, 26 ноября (ММК)	Промышленное производство (рус / eng)	
Пятница, 23 ноября	Ликвидность банковского сектора (рус)	Что сулит более эффективная работа трансмиссионного механизма ДКП (рус / eng)
Четверг, 22 ноября (Недельная инфляция, Алроса)	Итоги ноябрьского заседания ЦБР (рус / eng)	Новации ЦБР помогут «расчислить» канал процентных ставок трансмиссионного механизма монетарной политики (рус / eng)
Среда, 21 ноября (Индикаторы внутреннего спроса, X5 Retail Group)	Ноябрьское заседание ЦБР (рус / eng)	Комментарий к первичному размещению: Внешпромбанк БО-2 (rus)
Вторник, 20 ноября	Инфляция в октябре (рус)	Россия в фокусе, октябрь (eng)
Понедельник, 19 ноября (Промышленное производство)	Экономика в сентябре (рус / eng)	
Пятница, 16 ноября (Северсталь)	Промышленное производство в сентябре (рус / eng)	
Четверг, 15 ноября (Недельная инфляция, Еврохим, Евраз)	Ликвидность банковского сектора (рус)	
Среда, 14 ноября (Алроса)	Итоги октябрьского заседания ЦБР (рус / eng)	
Вторник, 13 ноября (ВВП)	Инфляция в сентябре (рус / eng)	
Понедельник, 12 ноября (НЛМК, Русал, Магнит)		
Пятница, 9 ноября (Мегафон)		

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 EKoshelev@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	Андрей Галкин aagalkin@rosbank.ru +7 (495) 725-57-44	
Алексей Думнов ADumnov@mx.rosbank.ru +7 (495) 662-1300, доб. 14835				

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