

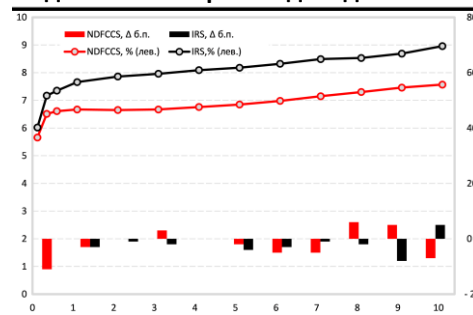
Брифинг **ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ**

Приложение доступно по [ссылке](#)

Ревью предыдущего дня

- Рисковые активы Европы разочарованы финансовыми проблемами Каталонии.** В ожидании предстоящего выступления Бена Бернанке вчерашний пакет американской статистики не сумел разочаровать американские рынки (S&P 500 -0.1%, UST'10 1.64% -1 бп). В то же время индексы Старого Света отступили вниз (Euro Stoxx 600 -0.8%) после обращения Каталонии за помощью к правительству Испании.
 - Снижение активности экспортеров обвалило рубль.** На фоне окончания налогового периода рубль на вчерашних торгах снизился в коридор продаж Банка России (корзина 35.72; +26 коп.). В ожидании комментария Бена Бернанке рубль, скорее всего, продолжит движение вблизи промежуточной границы ЦБР.
 - Коррекционные идеи дали знать о себе в корпоративном секторе.** Опираясь на неизменное положение своповых ставок на средних и длинных дюрациях, ОФЗ удержались на доходностях понедельника. Тем не менее в корпоративном секторе, преимущественно в бенчмарках банковского и металлургического секторов, наблюдалось повышение активности продавцов.
- ### Корпоративные новости
- МТС.** Отчетность по US GAAP 2к'12: хорошие операционные результаты омрачены списаниями в Узбекистане.
 - ММК.** Сильные результаты за 2к'12 по МСФО: рост рентабельности и сокращение долга за счет снижения оборотного капитала.

Индикативные кривые доходностей



Источник: Bloomberg, ММВБ, Росбанк

Ключевые индикаторы рынка

| | Посл. знач. | Δ день | Δ нед. |
|---------------------------|-------------|---------|---------|
| UST'10Y, % | 1.63 | -1.71 | -16.49 |
| BUND'10Y, % | 1.34 | -1.10 | -21.60 |
| LIBOR'3M, % | 0.42 | -0.21 | -1.08 |
| Россия'30, % | 3.08 | +15.20 | -3.10 |
| MosPrime'ON, % | 5.97 | +3.00 | +8.00 |
| iTraxx Xover, б.п. | 585.97 | -3.63 | +24.48 |
| EMBI+Sov, б.п. | 304.75 | -1.42 | +7.42 |
| Россия'5Y CDS, б.п. | 163.64 | -0.70 | +2.67 |
| Коррсчета, млрд. руб. | 733.70 | +32.70 | -153.60 |
| Депозиты, млрд. руб. | 112.70 | +21.70 | +13.30 |
| Операции с ЦБ, млрд. руб. | -117.00 | +138.50 | -15.90 |
| Dow Jones | 13 102.99 | -0.17 | -0.77 |
| S&P500 | 1 409.30 | -0.08 | -0.28 |
| PTC | 1 428.88 | -0.19 | -0.97 |
| ММВБ | 1 450.81 | +0.15 | -0.25 |
| Золото, \$/тр. унц. | 1 669.55 | -0.18 | +1.85 |
| Нефть Brent \$/барр. | 112.58 | +0.28 | -1.83 |
| Руб./\$ | 32.02 | +0.51 | +0.95 |
| Руб./Корзина | 35.71 | +0.71 | +1.30 |

Источник: Bloomberg, Банк России, Росбанк

Основные события дня

| Показатель | Страна | Период |
|--|----------|--------|
| Индекс потребительских цен | Германия | Август |
| Объем незавершенных сделок с недвижимостью | США | Июль |
| Бежевая книга ФРС | США | |

Ревью предыдущего дня

- **Рисковые активы Европы разочарованы финансовыми проблемами Каталонии**

Американская статистика во вторник оказалась не очень убедительной и в очередной раз дала финансовым рынкам повод поспекулировать на пятничном выступлении Бена Бернанке в Джексон Холле, намекая на необходимость принятия новой программы QE. Рекордный рост индекса S&P/CaseShiller (индикатор цен на рынке недвижимости в двадцати крупнейших городах США) в июне балансировал с не менее значимыми негативными факторами: удручающие значения августовского индекса потребительской уверенности сочетались с ожидаемо слабым индексом деловой активности предприятий, оцененным ФРБ Ричмонда. На этом фоне «безрисковые» бумаги американского Казначейства практически не отступили от двухнедельных минимумов (UST'10 1.64%, -1 бп), достигнутых на рубеже текущей недели, а индекс S&P 500 потерял на закрытии чуть менее 0.1%.

В Европе также не обошлось без поводов для роста – ЕЦБ опубликовал данные по темпам роста денежного агрегата M3, которые помимо признаков стагнации кредитования в проблемных странах зафиксировали наращивание домохозяйствами кредитов на покупку недвижимости. Однако новости о финансовых проблемах в очередном регионе Испании, в итоге, вернули ведущие европейские индексы во власть продавцов (Euro Stoxx 600 -0.8%). Каталония (крупнейший из семнадцати автономных регионов Испании) следуя по стопам Валенсии, обратилась к правительству за финансовой поддержкой и попросила помощи в размере €5 млрд. Фонд поддержки муниципалитетов, созданный правительством Испании в июне, в размере €18 млрд, способен предоставить требуемую сумму, однако рынки были насторожены не столько размером требуемых средств, сколько отказом руководства региона от передачи части фискального суверенитета правительству, что ставит под вопрос готовность правительства, в свою очередь, передать часть своего фискального суверенитета в пользу ЕС в случае обращения Испанией за помощью фондов. В результате доходности испанских гособлигаций на длинных дюрациях прибавили 5-10 бп.

В европейском календаре сегодняшнего дня находится пакет индикаторов потребительских цен Германии. В США ожидается публикация вторичной оценки ВВП за второй квартал текущего года, а также выйдут данные по объемам незавершенных сделок с жилой недвижимостью. К концу дня будет обнародована Бежевая Книга ФРС.

- **Снижение активности экспортеров обвалило рубль**

На фоне окончания налогового периода и снижения объемов продаж валютной выручки рубль на вчерашних торгах с небольшой задержкой отыгрывал более слабую нефть и к концу сессии вернулся в коридор продаж Банка России (35.72, +26 коп.).

Продолжившаяся на закрытии американской и открытии азиатской сессий коррекция нефтяных котировок привела к утренней консолидации рубля вблизи отметки 35.80. Ожидаемая сегодня вторая оценка ВВП США может краткосрочно определить динамику рублевых котировок. Однако основной тренд, по-прежнему формируется ожиданиями относительно выступления Бена Бернанке в Джексон Холле. В преддверии этого события рубль, скорее всего, продолжит торговаться незначительно слабее границы «невмешательства» ЦБ.

- **Коррекционные идеи дали знать о себе в корпоративном секторе**

Локальное повышение активности в выпусках ОФЗ с дюрацией 2.5-3 года не отразилось на характере ценовых движений в сегменте: относительно стабильное положение кривых валютных и процентных свопов на средних и длинных дюрациях удержало доходности средних и длинных бенчмарков ОФЗ на уровне понедельника. Тем не менее корпоративный сектор демонстрировал более интересные движения в ходе вчерашней сессии. В банковском секторе первого эшелона доминировали пессимистичные настроения: выпуски ВТБ и Россельхозбанка корректировались в пределах 20 бп доходности, чуть лучше выглядели бумаги Росбанка и ВЭБа (-10-15 бп). Инфраструктурные бенчмарки (ФСК, РЖД) двигались в боковике +/-3 бп. Во втором эшелоне покупки в телекомах (Вымпелком -10-15 бп доходности) граничили с разворотным движением в металлургах (Северсталь, Металлоинвест, Евраз; +20-25 бп).

Минфин предложит сегодня самый короткий выпуск из аукционных – ОФЗ 25080, что выглядит вполне логично, учитывая невысокую активность на вторичном рынке и, в частности, на самых ликвидных средних и длинных дюрациях. Ожидаемая регулятором доходность в интервале 7.52-7.57% укладывается в рыночные уровни, однако неубедительный внешний фон и коррекционное движение рубля могут ограничить интерес со стороны покупателей даже в условиях «усеченного» предложения (10 млрд руб.).

На денежном рынке вчерашняя сессия прошла без эксцессов: по данным ЦБ отток по бюджетному каналу составил менее 40 млрд руб., что наводит на мысль о заблаговременном (в понедельник) погашении банками основной части обязательств по налогу на прибыль. На дневном и недельном аукционах РЕПО участники полностью уложились в лимиты ЦБ (390 и 1260 млрд руб., соответственно), что не привело к завышению аукционных ставок. Рыночные депозитные ставки удержались в пределах 5.75/6.00%, а сегодня утром сместились к минимальному биду ЦБ (5.25%). На общем фоне лишь трехмесячный аукцион Казначейства выглядел не очень убедительным: при лимите в 38.4 млрд руб. спрос превысил 87 млрд руб., а ставка «улетела» на уровень 7.7% при минимальном биде в 6.9%. Однако мы не думаем, что это показательное движение. По крайней мере, предыдущий аукцион прошел в похожем ключе под диктовку одного игрока (вчера средства получили 4 банка). В ближайшие дни факторы вновь вернутся на сторону благоприятного уровня ликвидности: возврат налоговых средств на банковские счета в начале месяца, даже при постепенной минимизации лимитов дневного РЕПО ЦБ, сдержит ставки в интервале 5.25/5.75%.

Владимир Колычев
+7 (495) 725-56-37
VKolychev@mx.rosbank.ru

Евгений Кошелев
+7 (495) 725-56-37
EKoshelev@mx.rosbank.ru

Владимир Цибанов
+7 (495) 725-56-37
VNTsibanov@mx.rosbank.ru

Корпоративные новости

Финансовые результаты: МТС
• МТС (Ва2/ВВ/ВВ+) опубликовала отчетность по US GAAP за 2к'12

Выручка МТС во 2к'12 выросла на 3.6% кв/кв (-0.2% г/г) превысив \$3 млрд благодаря росту продаж голосовых услуг и услуг по передаче данных на всех рынках присутствия. Ослабление основных функциональных валют к доллару США отрицательно отразилось на динамике показателей отчетности. Общая выручка в России в рублях выросла на 5.3% кв/кв или на 8.9% г/г. Рост ARPU ускорился до 12% г/г, MOU до 15%, что свидетельствует о продолжающемся повышении качества абонентской базы. Кроме того, коэффициент оттока снизился до 10.5%, минимального уровня за последние 8 кварталов. На Украине ARPU и MOU возросли на 3% и 4% г/г. В целом результаты свидетельствуют об эффективности системы мотивации дилеров и общей стратегии компании, приоритетом которой является повышение качества абонентской базы.

Основные финансовые показатели, \$ млн

| | 2к2012 | г/г | 2к2011 | кв/кв | 1к2012 | 1П2012 | г/г | 1П2011 |
|------------------------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|----------|--------|
| Выручка | 3 122 | -0.2% | 3 128 | +3.6% | 3 014 | 6 136 | +1% | 6 062 |
| Операционная прибыль | (284) | | 672 | | 650 | 365 | -70% | 1 236 |
| рентабельность, % | -9.1% | | 21.5% | | 21.6% | 6.0% | -14.4 пп | 20.4% |
| ЕБИТДА | 1 375 | +5.4% | 1 304 | +9.0% | 1 261 | 2 636 | +8% | 2 440 |
| рентабельность, % | 44.0% | +2.3 пп | 41.7% | +2.2 пп | 41.8% | 43.0% | +2.7 пп | 40.2% |
| Чистая прибыль | (673) | -269.2% | 398 | -229.8% | 519 | (155) | -120% | 759 |
| рентабельность, % | -21.6% | | 12.7% | | 17.2% | -2.5% | | 12.5% |
| Активы | 14 519 | -5.6% | 15 382 | -8.3% | 15 835 | 14 519 | -6% | 15 382 |
| Собственные средства | 2 445 | -32.2% | 3 609 | -42.1% | 4 221 | 2 445 | -32% | 3 609 |
| Долгосрочный долг | 6 241 | -8.6% | 6 827 | -13.6% | 7 221 | 6 241 | -9% | 6 827 |
| Краткосрочный долг | 1 105 | +77.4% | 623 | +27.1% | 869 | 1 105 | +77% | 623 |
| Чистый долг | 6 464 | +3.8% | 6 227 | -9.3% | 7 125 | 6 464 | +4% | 6 227 |
| Чистый долг/ЕБИТДА LTM | 1.21x | -0.06x | 1.27x | -0.14x | 1.35x | 1.21x | -0.06x | 1.27x |
| ЕБИТДА/Проценты | 9.08x | +1.00x | 8.08x | +1.24x | 7.85x | 8.45x | +1.10x | 7.35x |

Источник: отчетность по US GAAP, расчеты Росбанка

В июле МТС прекратила предоставление услуг связи в Узбекистане, в результате приостановки лицензии местной дочерней компании. Кроме того, против компании были выдвинуты налоговые претензии на \$669 млн. Компания отразила в отчетности обесценение активов на \$579 млн, а также резерв под возможные налоговые и антимонопольные обязательства, которые могут стать результатом судебных разбирательств. Менеджмент не ожидает дальнейших списаний и оценивает текущие расходы на поддержание и охрану активов в Узбекистане на уровне \$3 млн в месяц. Бизнес в Узбекистане составлял 3.5-4.2% выручки и 4.5-5.3% ЕБИТДА в общих доходах Группы.

Рентабельность ЕБИТДА во втором квартале увеличилась на всех рынках за исключением Армении. В результате показатель по Группе составил 44% кв/кв. Однако данный уровень не является устойчивым, во втором полугодии рентабельность окажется под давлением стабилизации динамики доходов, роста расходов на оплату труда (под влиянием увеличения налоговой нагрузки), а также ситуации в Узбекистане, где компания получала максимальную маржу. Мы ожидаем снижения рентабельности ЕБИТДА до 41% в целом по году.

Чистый долг компании за квартал сократился на 9.3% до \$6.5 млрд, что частично объясняется обесценением рубля (70% портфеля номинированы в этой валюте),

показатель Чистый долг/ЕБИТДА LTM также немного снизился и составил 1.21x. График погашения является комфортным, наиболее существенный объем погашения приходится на 2015 г. – \$1 854 млн (включая возможный выкуп по офортам выпусков рублевых облигаций).

Капитальные расходы во 2к'12 составили \$662 млн. Операционный денежный поток \$1 млрд. Компания планировала инвестиции на уровне \$2.7 млрд в 2012 г.

Несмотря на негативный эффект от потери бизнеса в Узбекистане, мы не ожидаем значительного роста долговой нагрузки в среднесрочной перспективе.

Облигации МТС не выглядят привлекательно на текущих уровнях.

Александр Попов, CFA
 +7 (495) 725-56-37
APopov@mx.rosbank.ru

Финансовые результаты: ММК

- **ММК (ВаЗ/-/ВВ+) опубликовал отчетность по МСФО за 2к'12**

Квартальная выручка ММК увеличилась на 3.8% кв/кв до \$2.5 млрд благодаря росту объемов реализации продукции, произведенной как на магнитогорской, так и на турецкой площадках, а также незначительному увеличению цены металлопродукции. Показатель ЕБИТДА под влиянием снижения себестоимости слябов на 6.3% кв/кв, оказавшего положительное влияние на ЕБИТДА российского сегмента (+39.7% кв/кв), и двукратного уменьшения убытка на уровне ЕБИТДА в Турции поднялся на 24.7% кв/кв до \$359 млн. В результате рентабельность ЕБИТДА поднялась до 14.3% с 11.9% в 1к'12.

Основные финансовые показатели, \$ млн

| | 2к'12 | кв/кв | 1к'12 | г/г | 2к'11 | 1п'12 | г/г | 1п'11 |
|------------------------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|
| Выручка | 2 516 | +3.8% | 2 425 | +4.1% | 2 417 | 4 941 | +6.6% | 4 633 |
| Операционная прибыль | 95 | +187.9% | 33 | -41.7% | 163 | 128 | -59.7% | 318 |
| рентабельность, % | 3.8% | +2.4 пп | 1.4% | -3.0 пп | 6.7% | 2.6% | -4.3 пп | 6.9% |
| ЕБИТДА | 359 | +24.7% | 288 | -6.0% | 382 | 647 | -16.6% | 776 |
| рентабельность, % | 14.3% | +2.4 пп | 11.9% | -1.5 пп | 15.8% | 13.1% | -3.7 пп | 16.7% |
| FFO | 243 | +45.5% | 167 | +8.5% | 224 | 410 | -19.4% | 509 |
| рентабельность, % | 9.7% | +2.8 пп | 6.9% | +0.4 пп | 9.3% | 8.3% | -2.7 пп | 11.0% |
| Чистая прибыль | (49) | -2.5 пп | 14 | -2.5 пп | 13 | (35) | -3.9 пп | 147 |
| рентабельность, % | -1.9% | -2.5 пп | 0.6% | -2.5 пп | 0.5% | -0.7% | -3.9 пп | 3.2% |
| Активы | 15 551 | -10.9% | 17 453 | -16.2% | 18 561 | 15 551 | -16.2% | 18 561 |
| Собственные средства | 9 355 | -11.3% | 10 547 | -16.5% | 11 207 | 9 355 | -16.5% | 11 207 |
| Долгосрочный долг | 2 418 | -21.0% | 3 060 | -7.0% | 2 599 | 2 418 | -7.0% | 2 599 |
| Краткосрочный долг | 1 263 | +7.9% | 1 171 | -17.7% | 1 535 | 1 263 | -17.7% | 1 535 |
| Чистый долг | 3 423 | -13.6% | 3 960 | -2.3% | 3 503 | 3 423 | -2.3% | 3 503 |
| Чистый долг/ЕБИТДА LTM | 2.81x | -0.38x | 3.19x | +0.43x | 2.38x | 2.81x | +0.43x | 2.38x |
| FFO LTM/Чистый долг | 21.8% | +3.4 пп | 18.4% | -9.1 пп | 30.9% | 21.8% | -9.1 пп | 30.9% |
| ЕБИТДА/Проценты | 6.19x | +1.47x | 4.72x | -1.02x | 7.21x | 5.44x | -5.19x | 10.63x |

Источник: отчетность по МСФО, расчеты Росбанка

Во 2к'12 ММК сократил капитальные вложения практически вдвое – до \$125 млн, что позволило покрыть эти затраты за счет операционного потока. Учитывая сокращение оборотного капитала, компания получила FCF в размере \$395 млн за отчетный квартал и \$476 млн за 1п'12, что привело к снижению чистого долга на

13.6% до \$3.4 млрд. Показатель Чистый долг/ЕБИТДА LTM понизился до 2.81x в сравнении с 3.19x в конце 1к'12 и 2.91x на конец 2011 г.

В 3к'12 компания планирует сохранить выручку и объем производства конечной продукции на уровне 2к'12. Снижение цен реализации в июле-августе окажет давление на результаты компании, однако положительное воздействие от восстановления в угольном дивизионе и дальнейшее сокращение себестоимости сырьев должны нивелировать эффект этого снижения.

Ликвидные выпуски облигаций ММК торгуются со спредом 210-230 бп к ОФЗ и не имеют существенного потенциала роста. Среди металлургических компаний мы рекомендуем обратить внимание на облигации Евраз с дюрацией 1.87 года и более, которые при сравнимом с ММК уровне долговой нагрузки предлагают премию к ОФЗ более 290 бп и имеют потенциал снижения доходностей порядка 30-40 бп.

Александр Сычев
+7 (495) 725-56-37
AASychev@mx.rosbank.ru

Команда

| Исследования и аналитика | Трейдинг | Продажи финансовым учреждениям | Корпоративные продажи | Инвестиционно-банковские услуги |
|--|---|--|---|--|
| Владимир Колычев VKolychev@mx.rosbank.ru +7 (495) 725-5637 | Борис Брук BBruck@rosbank.ru +7 (495) 232-9828 | Марина Петухова MVPetukhova@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) 725-5637 | 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 EKoshelev@mx.rosbank.ru +7 (495) 725-5637 | Александр Ройко ARoiko@rosbank.ru +7 (495) 604-7461 | Павел Малявкин PVMalvavkin@rosbank.ru +7 (495) 725-5713 | Евгений Курочкин eveniy.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) 725-5637 | Михаил Петушков MAPetushkov@rosbank.ru +7 (495) 604-7461 | | Александра Павлова avpavlova@rosbank.ru +7 (495) 725-57-44 | Юрий Новиков YNovikov@mx.rosbank.ru +7 (495) 234-0974 |
| Александр Сычев ASychev@mx.rosbank.ru +7 (495) 725-5637 | 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) 725-5637 | | | 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 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