

Пульс рынка

- **Рынки снижаются в ожидании заседания ЕЦБ.** Сегодня состоится заседание ЕЦБ, на котором, как ожидается, базовая ставка будет снижена с 1% до 0,75%. От Банка Англии, заседание которого также пройдет сегодня, рынки ждут расширения программы количественного смягчения. Также сегодня пройдет аукцион по продаже трех-, четырех- и десятилетних испанских облигаций. Вчера доходность десятилетних облигаций Испании составила 6,4%. Европейские и азиатские индексы сегодня снижаются, а котировки нефти Brent снова упали ниже 100 долл./барр.
- **Размещение ОФЗ на "неконкурентном" оптимизме.** Как мы и ожидали, вчерашние аукционы Минфина прошли очень удачно, ведомству удалось разместить практически весь предложенный объем бумаг. Спрос инвесторов на ОФЗ 26205 превысил предлагаемый номинал в 4,8 раза, на ОФЗ 25080 - в 2,9 раза. Примечательно, что большая часть сделок на аукционе по ОФЗ 26205 (~86%) пришлась на неконкурентные заявки. В результате средневзвешенная цена размещения оказалось ниже первоначально объявленного диапазона. Такое количество неконкурентных заявок, на наш взгляд, означает, что участники очень оптимистично оценивают перспективы рынка. Мы не исключаем, что если позитив на рынке сохранится, то можно ожидать столь же высокого спроса 11 июля (запланировано 2 аукциона по ОФЗ 26207 и 25080 общим номиналом 35 млрд руб.).
- **По данным ЦБ, отток капитала во 2 кв. сократился до 9,5 млрд долл. с 33,9 млрд долл. в 1 кв. 2012 г.** (оценка снижена). Таким образом, интенсивность оттока капитала, зафиксированная официальной статистикой, не противоречит нашим предварительным прогнозам, когда в апреле и мае мы оценивали отток капитала в 5 и 4 млрд долл., соответственно. А. Улюкаев в июне допускает приток (впервые с начала года) около 5 млрд долл. Несмотря на то, что на улучшении динамики капитального счета уже может сказываться фактор "перекупленности" валютных активов, принимая во внимание высокие риски снижения доступа к долговым рынкам во 2П 2012 г., выход на приток капитала в ближайшие месяцы мы считаем крайне маловероятным. Величина оттока капитала в 3 кв. 2012 г., скорее всего, останется близкой к величине профицита текущего счета. При этом приток валюты по текущему счету, согласно обновленной оценке ЦБ с использованием новой методологии, в январе-июне 2012 г. достиг 58,4 млрд долл., что, хотя и обусловлено существенным замедлением роста импорта, видится нам чрезмерно оптимистичным.
- **Инфляция повысилась на фоне сезонных факторов и роста тарифов.** Опубликованные вчера данные Росстата свидетельствуют о том, что ускорение инфляции началось задолго до запланированной с 1 июля индексации тарифов. Рост цен в июне составил 0,9% против 0,5% в мае, что в основном было обусловлено более быстрым удорожанием продовольственной составляющей на фоне низких продуктовых цен 2011 г. Уже за 1-2 июля инфляция на фоне роста тарифов достигла 0,5% против привычных 0,1-0,2% в неделю. Росстат фиксирует рост платы за услуги ЖКХ на 6,2%, удорожание водоснабжения - на 3-3,2%, отопления - на 2,4%, электроснабжения - на 4,7%, стоимость проезда в общественном транспорте повысилась на 0,3-4%. По нашим прогнозам, негативный эффект роста тарифов добавит общему годовому показателю инфляции не менее 1,5%, что ставит под сомнение официальный ориентир в 5-6%.
- **Банк Русский Стандарт (B+/Ba3/B+) тестирует рынок евробондов.** Банк размещает 5-летние бумаги с пут-опционом через 3 года. Изначальный ориентир по доходности (9,25-9,5% год.), на наш взгляд, достаточно щедр, и, возможно, ближе к закрытию книги заявок (в конце недели) будет пересмотрен. Даже по нижней границе существует премия к субординированным RSB 15 и RSB 16, тогда как в их оценку уже заложена дополнительная премия за субординацию и низкую ликвидность. Кроме того, премия к HCFB 14 (@7%) составляет более 430 б.п. в терминах Z-спредов, и представляется нам завышенной даже с учетом разницы в дюрации и наборе кредитных рейтингов (у ХКФБ рейтинг от Fitch выше на одну ступень). Мы позитивно оцениваем кредитный профиль банка, в котором высокая прибыльность сочетается с умеренными кредитными рисками. Подробный анализ можно найти в нашем обзоре от 25 апреля 2012 г.

Темы выпуска

- **ЮТэйр: в зоне турбулентности**
-

ЮТэйр: в зоне турбулентности

Слабые результаты при корректировке на разовую прибыль

ЮТэйр, один из крупнейших авиаперевозчиков России, опубликовал слабые финансовые результаты по МСФО за 2П 2011 г. и 2011 г. По данным компании, рентабельность по EBITDA во 2П осталась на уровне 1П и в целом 2010 г., рентабельность по EBITDAR возросла с 22,4% в 1П 2011 г. до 25,7% во 2П 2011 г. с аналогичной тенденцией г./г. При существенно опережающем выручку росте операционных расходов (более чем вдвое) столь впечатляющие результаты эффективности были достигнуты за счет разовой статьи - прибыли от продажи планеров-вертолетов (с последующей обратной арендой). Без учета этой статьи EBITDA во 2П была отрицательной, соответственно, по итогам года Чистый долг/EBITDA превысил 39х, а Чистый долг/EBITDAR - 4,9х.

Ключевые финансовые показатели ЮТэйр

В млн руб., если не указано иное	2П 2011	1П 2011	изм.	2011	2010	изм.
Выручка	32 983	22 355	+47%	55 338	44 398	+25%
EBITDA	4 551	3 078	+48%	7 629	6 227	+22%
Рентабельность по EBITDA	13,8%	13,8%	0 п.п.	13,8%	14,0%	-0,2 п.п.
EBITDAR	8 475	5 013	+69%	13 488	9 890	+36%
Рентабельность по EBITDAR	25,7%	22,4%	+3,3 п.п.	24,4%	22,3%	+2,1 п.п.
Чистая прибыль	-562	676	-	114	399	-3,5х
Операционный поток	-1 672	2 193	-	521	2 869	-5,5х
Инвестиционный поток, в т.ч.	4 324	-9 513	-	-5 189	323	-
Капвложения	-3 389	-1 818	+1,9х	-5 207	-6 582	-21%
Финансовый поток	-4 684	9 626	-	4 942	-3 262	-

в млн руб., если не указано иное	31 дек. 2011	30 июня 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	33 585	37 321	-10%
Краткосрочный долг	8 222	11 047	-26%
Долгосрочный долг	25 362	26 274	-3%
Чистый долг	32 867	34 571	-5%
Чистый долг/LTM EBITDA*	4,3х	5,4х**	-
Чистый долг/LTM EBITDAR*	2,4х	3,4х**	-

* за последние 12 месяцев, по оценкам компании

** показатели на 30.06.2011 г. пересмотрены нами без учета депозитов, которые, скорее всего, являлись обеспечением по договорам операционного лизинга

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост выручки п./п. на 47% обеспечен увеличением пассажирооборота

Около 60% выручки компании формируется за счет авиатранспортных услуг (регулярные и чартерные перевозки), еще ~30% - за счет вертолетных перевозок на территории РФ и за рубежом. Выручка во 2П возросла на 47% относительно 1П 2011 г. на фоне значительного увеличения доходов вертолетного сегмента в РФ (+86% п./п.), сезонного увеличения доходов от чартерных перевозок (+60% п./п.), а также доходов ключевого сегмента регулярных рейсов (+47% п./п.). Пассажирооборот компании увеличился на 50,5% п./п. до 7,45 млрд пкм при более скромном росте пассажиропотока (+9% п./п. до 3,5 млн чел.), что может быть связано с увеличением дальности полетов ВС. При этом стоит отметить, что регулярные рейсы компании в ряд регионов РФ субсидируются местными органами власти в виде прямых денежных компенсаций и снижения ставок аэропортовых сборов.

В 2012 г. компания продолжает демонстрировать рост операционных показателей: за 5 мес. 2012 г. пассажирооборот вырос на 52% г./г., объем перевозок пассажиров самолетами увеличился на 45% г./г. до 3,7 млн чел.

Операционные расходы существенно опередили выручку, сохранение рентабельности на том же уровне за счет разовой прибыли от продажи активов

Прямые операционные расходы ЮТэйр, включающие такие статьи, как авиатопливо, аэропортовые услуги, операционный лизинг и пр., возросли во 2П более чем вдвое как п./п., так и г./г., до 25 млрд руб. При этом основная статья затрат компании - авиатопливо и прочее ГСМ - выросла более чем в 2,5 раза с 3,8 до 10,2 млрд руб. п./п. Давление на рентабельность также оказало увеличение расходов на персонал. При этом улучшение рентабельности по EBITDAR п./п. на 3,3 п.п. (и сохранение рентабельности по EBITDA) было обеспечено исключительно разовой статьей - прибылью от продажи 21 вертолета (с последующей обратной арендой), составившей 6,95 млрд руб. На конец года лишь 8 вертолетов были взяты в операционный лизинг, остальные 13 ВС будут арендованы к концу 2012 г.

Капвложения профинансированы из заемных средств

Капвложения, составившие 5,2 млрд руб. (-21% г./г.), были профинансированы за счет привлечения нового долга. В 2012 г. мы не ожидаем снижения объема капзатрат в связи с реализацией компанией программы обновления парка ВС, при этом в этом году в планах ЮТэйр приобретение дальнемагистральных самолетов. Так, в январе 2012 г. было подписано соглашение по финансовой аренде 7 самолетов Boeing 737 (стоимостью 100 млн долл.). Более того, компании необходимо замещать выведенные из эксплуатации Ту-134 (28 шт.), а также ATR 42/72 (25 шт.) (приостановлена эксплуатация после крушения самолета компании в феврале этого года). В связи с этим мы негативно оцениваем принятое компанией решение о выплате дивидендов за 2011 г. в объеме 80,8 млн руб. (более 70% от чистой прибыли за 2011 г.).

Снижение долговой нагрузки маловероятно в связи с программой по обновлению парка

Для финансирования деятельности компания продолжает привлекать новые заемные средства: в 2012 г. компания разместила 4 выпуска биржевых облигаций общим номиналом 5,5 млрд руб. У компании зарегистрированы еще 7 выпусков рублевых облигаций на 10,5 млрд руб. На наш взгляд, долговая нагрузка ЮТэйр уже достигла критических значений, и ее снижение в ближайшей перспективе маловероятно в связи с масштабной программой по обновлению парка (подписаны договоры с ОАО "Вертолеты России" на поставку совокупно 60 вертолетов, с ОАК и ВЭБ-лизингом заключены договоры аренды 24 самолетов Sukhoi Superjet 100, акционерами была одобрена сделка с Boeing на поставку 40 новых Boeing-737).

В обращающихся выпусках ЮТэйр торговая ликвидность практически отсутствует. Ставка купона по размещенным в мае 2012 г. годовым БО-16 на 1 млрд руб. составляет 8,71%, что говорит о нерыночном характере размещения. Учитывая негативные изменения в кредитном профиле компании, в настоящий момент мы затрудняемся назвать уровень справедливой доходности по ее бумагам. Доходности по цене bid, например, в БО-16 сейчас выше 20%.

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Лукойл
Башнефть	Новатэк
БКЕ	Татнефть
Газпром	Транснефть
Газпром нефть	ТНК-ВР

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа банк	ВТБ
Азиатско-	ВЭБ
Тихоокеанский Банк	
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	ЧТПЗ
Норильский	Uranium One
Никель	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

Прочие

АФК Система

КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика мая: позитив, надолго ли?

Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

Инфляция

Инфляция: на низком старте

Валютный рынок

Мы пересматриваем прогнозы по платежному балансу и курсу рубля на 2012 г.

Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Промышленность

Промышленное производство: обманчивый рост

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Рублевая ликвидность: залог на пределе

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ: исключение или новое правило?

Бюджет

Бюджет РФ: улучшения ситуации с ликвидностью пока не ждем

Долговая политика

Пополнение Резервного фонда в долг

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Павел Папин		(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Александр Дорошенко	(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов	(+7 495) 225 9146

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	(+7 495) 721 2846
-----------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 221 9801

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.