

Пульс рынка

- Рейтинг Испании был понижен S&P на одну ступень до AA- с негативным прогнозом. Напомним, что в начале месяца Fitch понизил рейтинг страны до того же уровня. В качестве обоснования снижения рейтинга был указан повышенный риск замедления экономики, а также продолжающееся ослабление банковской системы на фоне обесценения проблемных активов. Эта новость вернула медвежьих настроения на рынки на фоне возобновления обсуждения проблем европейских долгов и отсутствия механизма для их урегулирования. В СМИ вновь проводятся аналогии с банкротством Lehman Brothers, при этом необходимые вливания для ликвидации разрыва ликвидности на балансах банков оцениваются в пределах 1-2 трлн евро. Помимо расширения полномочий EFSF обсуждается возможность для более активного участия МВФ для спасения Европы, что потребует вовлечения стран БРИК. Последним сроком для выработки консолидированного решения (в том числе по механизму докапитализации банковской системы) называется дата проведения саммита G20 (3-4 ноября). Данные по инфляции в Китае (CPI составил 6,1% в сентябре) свидетельствуют о повышенных инфляционных рисках, что снизило ожидания по смягчению денежно-кредитной политики ЦБ Китая.
- Вчера закрылась книга заявок по вторичному размещению выпуска РусСт-8, доходность была определена на уровне YTM10% к погашению 13 апреля 2012 г. Спрос составил 7,3 млрд руб. (46 заявок), что более чем в 2 раза превысило предложение. Высокий спрос позволил как увеличить объем размещения (до 3,5 млрд руб.), так и установить цену вторичного размещения по верхней границе ориентира 98,7 - 98,93% от номинала. Таким образом, спред к кривой ОФЗ для банковского риска категории В+/Ва3 был оценен на уровне 350 б.п. при полугодовой дюрации, что соответствует премии к котировкам близкого по дюрации ХКФБ-7 около 100 б.п. Успешное размещение облигаций выпуска РусСт-8 является индикатором открытия первичного рынка для бумаг эмитентов, удовлетворяющих следующим условиям: короткая дюрация (0,5 - 1 год), присутствие в списке РЕПО ЦБ, премия к рынку, высокое кредитное качество эмитента.
- Вчера совладелец ЕвроХима А. Мельниченко, сообщил, что компания рассматривает покупку газовых активов (предпочтительное расположение месторождений - в районе Нового Уренгоя и в южной части России) и может сообщить о достигнутых договоренностях в течение месяца. Целью приобретения, по словам Мельниченко, является 100% обеспечение потребностей компании природным газом, а также, возможно, продажа излишков на открытом рынке. Напомним, что у компании уже есть два небольших участка углеводородов в Адыгее и Саратовской области. СМИ сообщали, что потенциальными активами для покупки могут быть независимый производитель Севернефть, работающей в ЯНАО, а также Volga Gas, оперирующая в Саратовской, Волгоградской областях и Прикаспийском регионе, и газовые активы Алросы, хотя мы считаем приобретение последних маловероятным из-за гораздо более существенных запасов и добычи, чем это требуется химическому холдингу, а также высокой цены за актив (около 1 млрд долл.). На наш взгляд, сумма сделки все-таки не должна превысить 150-250 млн долл., чтобы не оказать существенного негативного влияния на кредитные метрики ЕвроХима. Ключевым же вопросом приобретения газовых активов, как и в случае с Акроном, остается отсутствие договоренности с Газпромом о своповых операциях для фиксации цены на газ производителей удобрений ниже тарифа ФСТ, так как покупка собственного газового бизнеса имеет смысл только при условии снижения конечной цены на газ.

Темы выпуска

- Бюджет: профицит вымывает ликвидность
 - Ростелеком: история M&A нейтральна для кредитного качества
 - ЧТПЗ: интересная краткосрочная торговая идея
 - Совкомфлот: понижение рейтинга Moody's до Ba1
-

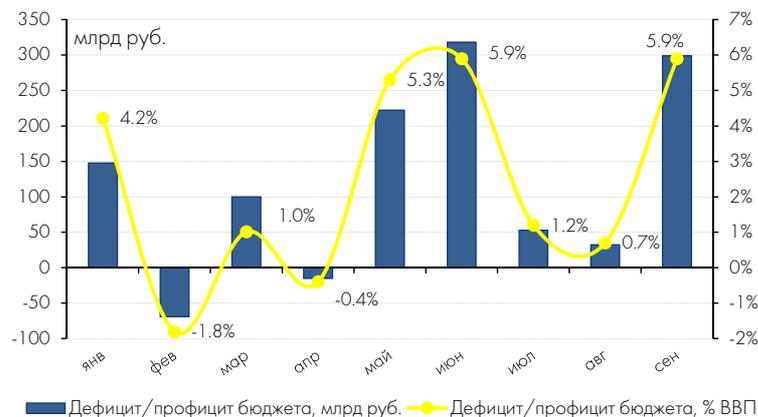
Бюджет: профицит вымывает ликвидность

Профицит бюджета в сентябре достиг 300 млрд руб. или 5,9% ВВП - треть всего профицита с начала года

В четверг Минфин опубликовал информацию об исполнении федерального бюджета за январь-сентябрь 2011 г.: доходы достигли 8,2 трлн руб. (80% годового плана), а расходы 7,1 трлн руб. (65% уточненной росписи), что вылилось в профицит федерального бюджета за 9 месяцев на уровне 1,1 трлн руб. (2,8% ВВП).

Примечательно, что треть этого профицита сформирована именно в сентябре, когда превышение доходов над расходами бюджета достигло внушительных 299 млрд руб. Больше профицит был лишь в июне - 318 млрд руб., но тогда доходы бюджета были завышены из-за перечисления части прибыли ЦБ. Признаки того, что разница между доходами и расходами в сентябре будет неожиданно высокой были отмечены нами еще в середине прошлого месяца, когда нетипичный для этого периода слабый приток бюджетных расходов, дополненный продажами валюты ЦБ привел к значительному оттоку ликвидности (см. обзор от 19 сентября).

Динамика дефицита/профицита федерального бюджета, 2011 г.



Источник: Минфин, расчеты Райффайзенбанка

Главная причина высокого профицита - резкое падение расходов бюджета при неизменных доходах

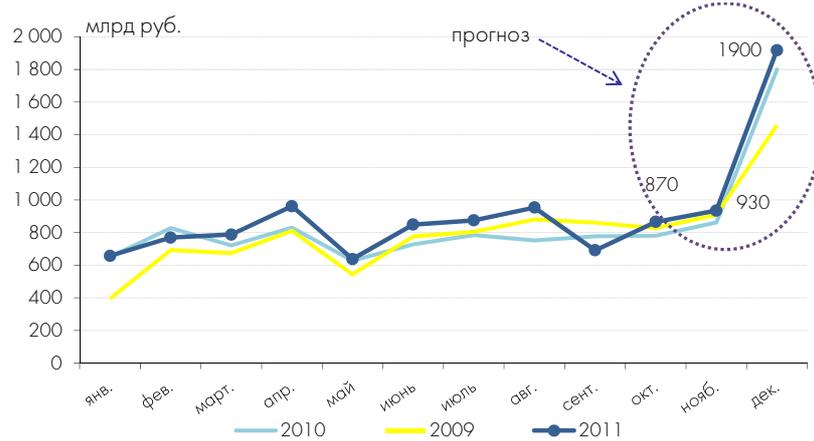
Главной причиной столь высокого профицита бюджета в сентябре стало резкое сокращение госрасходов - на 27,5% до 692 млрд руб. при практически неизменных доходах - увеличении на 0,5% до 991 млрд руб. Основной вклад в прирост доходной части бюджета внесли нефтегазовые поступления, которые повысились на 2,6% до 510 млрд руб. Нефтегазовые доходы, напротив, снизились на 1,7% до 481 млрд руб., отразив сокращение внешнего спроса на газ. По нашим оценкам, экспорт газа в страны дальнего зарубежья в физическом выражении упал за месяц почти на 17%, что лишь отчасти компенсировалось более высокими ценами (примерно +6%).

"Провал" расходов в сентябре объясняется всплеском в августе из-за подготовки к повышению соцвыплат

Падение расходов казны оказалось неприятным сюрпризом. Традиционно в конце года траты госказны нарастают, способствуя улучшению ситуации с ликвидностью. В 2011 г. сентябрьские расходы оказались существенно ниже среднемесячной величины - 6,3% годового плана против 7,6% в аналогичный период 2010 г. При этом расходы в прошлом месяце должны были подрасти сильнее обычного в связи с индексацией зарплат бюджетников. Возможно, что основная часть этих средств была перечислена заранее, что сказалось на всплеске бюджетных расходов в августе с последующим их "провалом" в сентябре. Таким образом, за исключением низких госрасходов, которые по нашим оценкам, примерно на 80% объясняются скачком августа, в сентябрьских данных по исполнению бюджета практически не было никаких отклонений от исторической динамики. Запаздывание расходов по итогам 9 месяцев 2011 г. не сильнее, чем в прошлые годы и укладывается в канву наших прогнозов: на конец сентября израсходовано 65% годового плана, то есть практически столько же, сколько в 2009-2010 гг. (66%).

Отставание расходов не сильнее, чем в предыдущие годы

Динамика расходов федерального бюджета, 2006-2011 г.



Источник: Минфин, расчеты Райффайзенбанка

Профицит сменится дефицитом не раньше ноября, что негативно скажется на ликвидности и повысит спрос на РЕПО с ЦБ

Таким образом, до конца года Минфину необходимо израсходовать еще порядка 35% или 3,9 трлн руб. (обновленный годовой план по расходам 11,12 трлн руб.). Так как в течение 2011 г. интенсивность расходования бюджетных средств в целом повторяла динамику прошлых лет, когда пик расходов приходился на последний месяц года, можно ожидать, что львиная доля оставшихся расходов (около 17% плана, или 1,9 трлн руб.) пополнит ликвидность банковского сектора не раньше конца декабря 2011 г., а профицит сменится дефицитом только в ноябре. Статистика по бюджету за сентябрь полностью подтверждает наши опасения относительно значительного ухудшения состояния ликвидности в октябре-ноябре 2011 г. Поэтому в течение этого периода мы ожидаем высоких объемов РЕПО с ЦБ, даже если ситуация на валютном рынке будет такой же позитивной как в последние дни.

Ростелеком: история M&A нейтральна для кредитного качества

Ростелеком (S&P: BB+), крупнейший российский оператор связи, опубликовал финансовые результаты по МСФО за 1П 2011 г., которые мы оцениваем нейтрально. Выручка увеличилась на 7% до 143,6 млрд руб., при этом рост показателя OIBDA оказался более медленным (на 3% до 56 млрд руб.). Компания нарастила долговую нагрузку, что отразилось в увеличении отношения Чистый Долг/OIBDA с 1,2х в 2010 г. до 1,4х, однако это находится в пределах максимально допустимого уровня 2,0х, установленного финансовой политикой.

Ключевые финансовые показатели Ростелекома

в млн руб., если не указано иное	1П 2011	1П 2010	изм.
Выручка	143 598	134 713	+7%
OIBDA	56 041	54 472	+3%
Рентабельность по OIBDA	39,0%	40,4%	-1,4 п.п.
Операционная прибыль	28 813	28 976	-1%
Операционная рентабельность	20,1%	21,5%	-1,4 п.п.
Чистая прибыль	19 112	18 736	+2%
Операционный поток до изменений в оборотном капитале	55 989	55 243	+1%
Операционный поток	41 163	41 737	-1%
Инвестиционный поток	-55 242	-11 581	+4,8х
Финансовый поток	10 262	-15 918	-

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2011	31 дек. 2010	изм.
Краткосрочный долг	48 117	50 096	-4%
Долгосрочный долг	102 127	87 941	+16%
Совокупный долг	150 244	138 037	+9%
Чистый долг	139 126	119 830	+16%
Чистый долг/LTM OIBDA*	1,35x	1,18x	-

*OIBDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Структура выручки Ростелекома в 1П 2011 г.



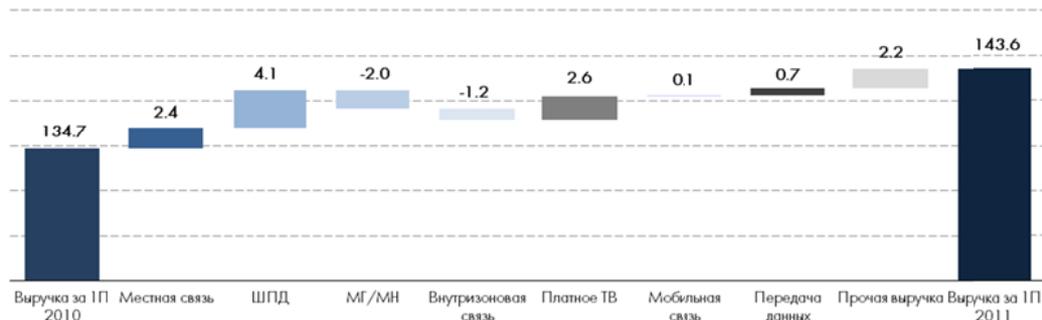
Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка выросла на тарифах и экспансии в сегмент интернет-услуг

Основной вклад в повышение выручки внесли услуги ШПД, продажи которых выросли на 26% до 23,4 млрд руб., что явилось следствием увеличения абонентской базы интернет-пользователей на 30% до 7,7 млн. Повышение выручки от местной телефонной связи на 6% до 44,4 млрд руб. обусловлено индексацией тарифов на 6%, которая была произведена в начале года, при этом число абонентов снизилось на 2% до 29 млн. Консолидация абонентской базы компании НТК (5,6 млн), которая была приобретена в феврале 2011 г., привела к шестикратному росту выручки от услуг платного ТВ до 3,1 млрд руб.

Снижение поступлений от оказания услуг международной и междугородней связи произошло по причине сокращения трафика из-за изменения предпочтений пользователей в пользу более дешевых альтернативных средств связи. В целом доля продаж услуг фиксированной телефонной связи не изменилась в общем объеме выручки, составив 73%.

Динамика выручки основных сегментов выручки Ростелекома



Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Небольшое снижение рентабельности

Операционные расходы выросли на 9%, опередив по темпам роста выручку и в итоге снизив рентабельность по OIBDA на 1,4 п.п. до 40,4%. Основное влияние на повышение операционных расходов оказал рост затрат на персонал (+14%) и содержание существующей сетевой инфраструктуры и ЖКХ (+10%).

Продолжающиеся сделки M&A потребовали привлечения нового долга	<p>Увеличение прибыли было почти полностью нивелировано инвестициями в оборотный капитал, в результате поток от операционной деятельности почти не изменился в сравнении с 1П 2010 г., составив 50,6 млрд руб. Притока средств по операционной деятельности после уплаты налогов и процентов оказалось недостаточно для финансирования капитальных затрат (25,6 млрд руб.) и покупки долей в компаниях (30 млрд руб.), что потребовало увеличения долга на 12,6 млрд руб. Упомянутые приобретения, совершенные за отчетный период, включают покупку 71,8% акций НТК и 39,87% акций Башинформсвязь. Денежные средства снизились на 31% до 6,7 млрд руб., при этом размер чистого долга увеличился на 19,3 млрд руб. до 139,1 млрд руб. Общий долг компании состоит в основном из кредитов, которые были привлечены для приобретения пакета акций Связьинвеста (25%+1), акций НТК и облигаций МРК (на сумму 19 млрд руб.).</p>
CAPEX в рамках плана	<p>Капитальные расходы составили 17,8% от выручки, что несколько ниже планового значения этого показателя 20%, которое установлено на 2011-2015 гг. Инвестиционная программа включает в себя строительство оптоволоконных сетей, увеличение пропускной способности магистральных линий и строительство мобильных сетей. К 2015 г. Ростелеком планирует увеличить свои доли на рынках услуг: 1) фиксированной связи (с 30% до 50%), 2) услуг беспроводной широкополосной связи (с 9% до 22%) и 3) платного телевидения (с 4% до 30%). С учетом того, что рентабельность OIBDA находится на уровне 35-40%, маловероятно, что реализация инвестиционной программы потребует привлечения нового долга.</p> <p>Основным фактором повышения долговой нагрузки Ростелекома являются сделки M&A, в частности, на текущий момент рассматривается вопрос о приобретении ряда региональных операторов мобильной связи. Уже после отчетной даты у группы SMARTC было выкуплены 50% обыкновенных акций Волгоград-GSM за 2,3 млрд руб., 49% обыкновенных акций Оренбург-GSM за 116 млн руб., что позволило довести в них долю до 100%.</p>
Реорганизация Связьинвеста является одним из возможных факторов повышения долга Ростелекома	<p>Напомним, что в будущем Ростелеком продаст свою долю в Связьинвесте, который вместе с ВЭБом и АСВ владеет 53,2% обыкновенных акций Ростелекома. В рамках предпродажной подготовки предполагается (в качестве базового варианта), что Связьинвест передаст Ростелекому существующие активы ("Скай Линк", 51% "Центрального телеграфа", "Гипросвязь" и КГТС) в обмен на 6,3% собственных обыкновенных акций, а также дополнительные активы, вносимые в рамках допэмиссии, в обмен на 2,1% своих акций.</p> <p>Мы не исключаем, что предпродажная подготовка может потребовать частичной или полной оплаты денежными средствами со стороны Ростелекома, что может привести к увеличению долговой нагрузки. Также компания рассматривает возможность по частичному выкупу с рынка своих акций, сильно пострадавших от минувших распродаж. Тем не менее, учитывая стабильный операционный денежный поток, который, кстати, почти не пострадал во время кризиса 2008 г., а также контроль государства, мы считаем, что возможное привлечение нового долга не ухудшит высокое кредитное качество эмитента.</p> <p>Вчера стало известно, что Росбанк предоставил компании два двухсторонних кредита на год и три года по 6 млрд руб. каждый.</p>
Рассматривается buy-back акций	
В облигациях эмитента идей нет	<p>Обращающиеся выпуски Ростелекома появились на рынке в результате конвертации выпусков МРК в ходе присоединения. Поскольку многие инвесторы предъявили бумаги к оферте в рамках реорганизации, на текущий момент ликвиден лишь выпуск Ростел-11 (103-104% от номинала), который предлагает слишком низкую доходность около YTC7-8% к call-опциону в августе 2012 г.</p>

ЧТПЗ: интересная краткосрочная торговая идея

ЧТПЗ, один из ведущих российских производителей стальных труб, опубликовал в целом слабые финансовые результаты по МСФО за 1П 2011 г. Мы отмечаем, что опережающий рост себестоимости, а также других операционных расходов, привел к снижению рентабельности по EBITDA на 4,4 п.п. г./г. до 19,8%. Совокупный долг компании за отчетный период вырос на 14% до 98 млрд руб. Соотношение Чистый долг/EBITDA практически не изменилось с начала года и остается на высоком уровне 4,5х.

Ключевые финансовые показатели ЧТПЗ

в млн руб., если не указано иное	1П 2011	1П 2010	изм.
Выручка	63 109	37 645	+68%
Валовая прибыль	17 390	11 791	+47%
Валовая рентабельность	27,5%	31,3%	-3,8 п.п.
EBITDA	12 495	9 113	+37%
Рентабельность по EBITDA	19,8%	24,2%	-4,4 п.п.
Чистая прибыль	4 155	3 011	+38%
Операционный поток до изменений в оборотном капитале	12 073	7 862	+54%
Чистый операционный поток	-4 342	-4 629	+6%
Инвестиционный поток, в т. ч.	-9 298	-6 610	+41%
Капитальные вложения	-6 493	-5 332	+22%
Финансовый поток	12 680	11 800	+7%

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2011	31 дек. 2010	изм.
Краткосрочный долг	50 678	46 488	+9%
Долгосрочный долг*	47 764	39 643	+20%
Совокупный долг	98 442	86 131	+14%
Чистый долг	94 819	82 487	+15%
Чистый долг/LTM EBITDA**	4,5х	4,7х	-

* Включая привилегированные акции

** EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост выручки был обеспечен исключительно увеличением объемов реализации

В отчетном периоде рост выручки ЧТПЗ составил 68% г./г. и был обусловлен исключительно увеличением объемов реализации труб и комплектующих в связи с повышением спроса со стороны крупных нефтегазовых компаний. Так, продажи ТБД выросли на 91% г./г. до 521 тыс. т, что стало возможным благодаря введению в эксплуатацию цеха Высота 239 во 2П 2010 г., объемы реализации труб OCTG увеличились на 16% г./г. до 117 тыс. т, объемы бесшовных промышленных труб - на 20% до 280 тыс. т.

Удорожание сырья не было компенсировано ростом цен реализации

Тем не менее, опережающая динамика себестоимости (+77% г./г.) из-за роста цен на основное сырье - металлопрокат, привела к снижению валовой рентабельности с 31,3% в 1П 2010 г. до 27,5% в 1П 2011 г. При этом стоит отметить, что рост цен на металлопрокат находит отражение в конечных ценах на трубную продукцию с лагом в 2-3 месяца в связи с контрактной системой поставок. Кроме того, компания в определенной мере ограничена в своих возможностях по повышению цен в сегменте ТБД из-за концентрации рынка (два крупнейших покупателя - Транснефть и Газпром).

В 1П 2011 г. операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале вырос на 54% г./г. до 12 млрд руб. Однако значительное увеличение дебиторской задолженности (на 13 млрд руб. в 1П 2011 г. против 3 млрд руб. в 1П 2010 г.) привело к чистому оттоку денежных средств от операционной деятельности. Инвестиции в оборотный капитал были частично профинансированы новым долгом.

Высокий риск ликвидности из-за краткосрочности большей части долга

Совокупный долг компании за отчетный период увеличился на 14% до 98 млрд руб., из них более половины (50,7 млрд руб.) приходится на краткосрочную задолженность, еще свыше 34 млрд руб. предстоит погасить в ближайшие 2-3 года. Соотношение Краткосрочный долг/LTM EBITDA оценивается нами на уровне 2,4х, Чистый долг/EBITDA - 4,5х.

Кредитная линия Банка Москвы на 15 млрд руб. своевременна

Однако важно отметить, что после отчетной даты компании удалось договориться с Банком Москвы об открытии кредитной линии на 15 млрд руб. с погашением до 1 октября 2014 г. Также на конец 1П 2011 г. сумма невыбранных кредитных линий и доступного финансирования компании составила 6,8 млрд руб. Тем не менее, риск ликвидности остается достаточно высоким, и, по нашим оценкам, компании необходимо будет привлекать новый долг для рефинансирования краткосрочной задолженности, что в ухудшающихся экономических условиях будет все сложнее. Напомним, что в этом году ЧТПЗ пыталась решить свои долговые проблемы привлечением акционерного капитала через IPO (но затем отказалась от своих планов ввиду неблагоприятной конъюнктуры на рынках) или стратегического инвестора.

Нарушения ковенант были урегулированы в отчетном периоде

На конец 2010 г. компанией не были соблюдены ковенанты по некоторым банковским кредитам, и 11,2 млрд руб. долгосрочной задолженности были ресклассифицированы в краткосрочную. Тем не менее, на 30 июня 2011 г. все нарушения были урегулированы с банками, и эта задолженность была переведена обратно в долгосрочную часть.

Новый долг необходим только для рефинансирования имеющейся задолженности

Что касается новых заимствований в ближайшем будущем, то они понадобятся компании только для рефинансирования текущей части долга и возможного пополнения оборотного капитала, в то время как основные инвестиции уже осуществлены. На начало года ЧТПЗ оценивал, что инвестиции в ключевые проекты были завершены на 90%. По нашим расчетам, остаток необходимых капвложений по ним на 2011 г. составлял 5,4 млрд руб. По данным отчетности, в 1П 2011 г. капзатраты составили 6,8 млрд руб. В краткосрочной перспективе не планируется крупных проектов, а на поддержание производства ежегодно будет необходимо лишь около 90 млн долл. (~2,7 млрд руб.). Исходя из этого, по нашим оценкам, инвестиции во 2П 2011 г. должны быть минимальны.

Снижение долговой нагрузки маловероятно в краткосрочной перспективе

Мы отмечаем, что возможность снижения долговой нагрузки, помимо прочего, зависит от способности компании генерировать денежные потоки. На наш взгляд, в ухудшающихся экономических условиях, поддержать их на высоком уровне будет непросто. Во 2П 2011 г. компания уже останавливала на 3 недели работу нового цеха Высота 239 из-за отсутствия заказов. В кризис 2008-2009 гг. снижение денежных потоков компании было связано с резким сокращением нефтегазовыми компаниями капитальных затрат по бурению, а также "заморозкой" крупных трубопроводных проектов.

Рекомендуем к покупке ЧТПЗ, БО-01

На долгом рынке компания представлена одним выпуском ЧТПЗ, БО-01 (со ставкой купона 16,5% годовых) номиналом 5 млрд руб. В обращении находятся бумаги номинальной стоимостью 4,4 млрд руб. Текущие цены (99,8-99,95% от номинала) соответствуют доходности около YTP17-19% к оферте 8 декабря. Учитывая достаточный высокий объем денежных средств на балансе и наличие открытых кредитных линий, мы считаем, что с большой вероятностью оферта будет исполнена и рекомендуем покупку бумаг до оферты для спекулятивно настроенных инвесторов.

Совкомфлот: понижение рейтинга Moody's до Ba1

Понижение рейтинга Moody's связано с ухудшением операционных и финансовых показателей компании

Вчера Moody's понизило с Baa3 до Ba1 рейтинг Совкомфлота, крупнейшей российской судоходной компании, специализирующейся на перевозке углеводородов и одного из крупнейших операторов танкерного флота в мире. Аналогично был понижен рейтинг выпуска приоритетных необеспеченных облигаций компании объемом 800 млн долл. Негативный прогноз сохранен по всем рейтингам. Напомним, что днем ранее Fitch подтвердило долгосрочный рейтинг дефолта Совкомфлота, а также его приоритетных необеспеченных облигаций на уровне BBB- также с негативным прогнозом.

Ключевой причиной снижения рейтинга Moody's стало ухудшение операционных и финансовых показателей Совкомфлота на фоне слабой динамики рынка танкерных перевозок, а также существенных инвестиций компании в расширение флота, что, по мнению Moody's, привело к ослаблению ее собственной кредитоспособности.

Фрахтовые ставки сейчас чуть выше исторических минимумов

По данным морского брокера Platou, фрахтовые ставки в настоящее время находятся чуть выше исторических минимумов: в прошлом году среднегодовая стоимость перевозки нефти супертанкерами составляла 40,1 тыс. долл. в сутки, в этом – всего 14,8 тыс. долл. в сутки. Более того, в сентябре ставки продолжили падать и достигли уровня 6,1 тыс. долл. в сутки (против 6,5 тыс. долл. в августе, 10,3 тыс. долл. в июле и 17,7 тыс. долл. в июне 2011 г.). Динамика ставок по другим типам судов (Suezmax, Aframax, LR2, MR) была немногим лучше.

С другой стороны, текущий рейтинг отражает высокую вероятность предоставления компании господдержки: Совкомфлот находится в 100-процентной госсобственности и включен в список стратегических предприятий.

Предстоящее IPO должно улучшить кредитный профиль компании

На наш взгляд, предстоящее IPO компании, которое было сдвинуто из-за неблагоприятной рыночной конъюнктуры ориентировочно на 1 кв. 2012 г., может послужить позитивным сигналом рынку. Мы считаем, что изменение стратегии Совкомфлота с концентрации на нефтяных перевозках на диверсификация и расширение присутствия в перевозках сжиженного природного газа, вероятно, уже дадут свои первые плоды, а уникальные позиции Совкомфлота в ряде проектов в Арктике и на Ближнем Востоке могут послужить дополнительным фактором роста стоимости для потенциальных акционеров компании.

Кроме того, по нашим прогнозам, цена на нефть сохраниться на достаточно комфортном уровне (цена за баррель нефти марки Brent составит 92 долл. в 1 кв. 2012 г., по нашим оценкам) как для потребителей, так и для поставщиков, что не приведет к падению объемов международной торговли «черным золотом», а значит, поддержит и фрахтовый рынок на фоне сокращения заказов на строительство новых танкеров.

По последней информации, правительство планирует направить часть средств от размещения в компанию, что, в свою очередь, позволит частично профинансировать инвестиционную программу Совкомфлота, что также может оказать позитивное влияние на кредитные метрики эмитента.

Снижение рейтинга уже учтено в ценах евробонда

Обращающийся выпуск SOVCOM17 котируется в диапазоне YTM 7,7-8,2%, при этом последние сделки проходили на уровне YTM 8,2%, что предполагает премию к выпуску RussianRailways17 в размере 270-320 б.п. Эта премия в целом справедливо отражает как текущую разницу в кредитных рейтингах выпусков, так и значительно более высокий долг Совкомфлота, который в отношении к LTM EBITDA составил 4,6x на 1П 2011 г. Запланированное на 1 кв. 2012 г. IPO может способствовать снижению долговой нагрузки и сужению спреда SOVCOM17-RussianRailways17.

ЗАО «Райффайзенбанк»

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

Аналитика

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+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
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

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
Дмитрий Румянцев		(+7 495) 721 2817
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 721 9900

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.