

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- Fitch угрожает понижением суверенного рейтинга США – рынки спокойны
- **Греческий парламент** решит вопрос о доверии правительству на фоне новых предупреждений Fitch; ситуация на рынке госдолга стабильно тяжелая
- **Беларусь** поговорит с инвесторами; новые санкции ЕС как преграда для кредита МВФ; реакция в госбумагах нейтральна
- **Итоги торгов по еврооблигациям:** снижение котировок продолжается; невысокая активность в ожидании решений ФРС
- **Российский долговой рынок:** ждем нейтрального открытия торгов и невысокой активности ([стр. 2-3](#))
- **Северсталь и ВЭБ** могут в июле выйти на рынок евробондов с предложением USD500 млн. каждый; перспективы выпусков позитивны, но будут зависеть от внешней конъюнктуры

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- Рынок пока «игнорирует» увеличение предложения **ликвидности**; ставки остаются на месте
- С притоком **средств от ОБР-18** июньские **налоги** не представляют серьезной угрозы для ставок
- **Рубль** подешевел на фоне роста неприятия к риску и снижения нефтяных котировок
- Снижение цен в **рублевом долге**, в ОФЗ наиболее активные продажи в 10-летнем выпуске ОФЗ 26205
- **Банк «Дельта Кредит»** установил купон на уровне 7.20%, что близко к справедливому уровню доходности; не ожидаем существенного роста котировок на вторичном рынке
- **Новикомбанк** планирует выпустить облигации; предложенные ориентиры считаем непривлекательными ([стр.4-5](#))
- По результатам букбилдинга ставка купона по дебютному выпуску **Ренова-СтройГрупп** установлена на уровне 10.75%, т.е. по нижней границе диапазона; УТР 11.04% к ofercie через год обуславливает премию к кривой ЛСР выше 300 бп, что, на наш взгляд, адекватно отражает высокие риски эмитента

МАКРОЭКОНОМИКА

- **ЦБ** делает ставку на борьбу с **инфляцией**, ослабляя контроль над **курсом** ([стр. 6-7](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- **ТГК-1** опубликовала нейтральную отчетность по МСФО за 1К 2011 г.; долговая нагрузка остается стабильной; облигации не предлагают интересных торговых идей
- **Аптечная сеть 36.6** может вернуться к стратегии агрессивного роста; к кредитному качеству компании все больше вопросов; облигации – высокорисковый спекулятивный инструмент ([стр. 8-10](#))
- **ВТБ** купит у **РЖД** 29.4% акций **Транскредитбанка** за RUB15-16 млрд., увеличив свою долю в капитале до 72.6%; ВТБ по силам осуществить выплаты без угрозы для уровня ликвидности и достаточности капитала, судя по итогам банка за 2010 г. по МСФО; к бондам банков как на внутреннем, так и в внешнем рынках относимся нейтрально

СЕГОДНЯ

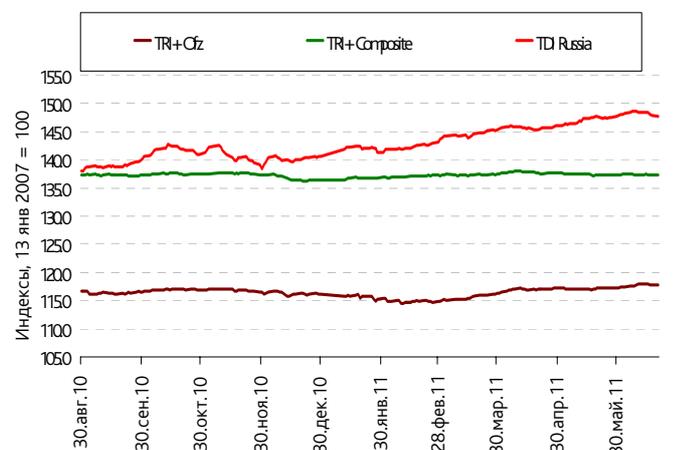
- Парламент **Греции** проголосует по вотуму доверия правительству
- Статистика **США:** продажи жилья на вторичном рынке

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

		Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↑	206.00	1.00	11.00	7.00
EMBI+ spread	↓	296.39	-2.39	15.74	55.26
Russia 30 Price	↓	117.51	- 2/8	+ 5/8	+1 7/8
Russia 30 Spread	↑	151.70	+2.00	+4.20	+3.20
Russia 5Y CDS	↑	149.12	+5.81	+7.82	+2.61
UST 10y Yield	↑	2.961	+0.01	-0.16	-0.37
BUND 10y Yield	↑	2.963	+0.00	-0.05	+0.04
UST 10y/2y Yield	↑	258	+3	-2	-16
Mexico 33 Spread	↑	244	+0	+17	+12
Brazil 40 Spread	↓	111	-3	+14	+162
Turkey 34 Spread	↓	311	-1	+9	+55
ОФЗ 26199	↓	4.97	-0.01	-0.35	-1.27
Москва 50	↓	4.60	-0.06	-0.54	-1.29
Мособласть 8	↓	7.32	-0.05	+0.01	-1.20
Газпром 4	↔	7.90	-	0.00	0.00
МТЗ 3	↓	6.62	-0.01	-0.39	-0.84
Руб / \$	↓	28.178	-0.012	+0.264	-2.172
\$ / EUR	↓	1.431	-0.000	+0.026	+0.096
Руб / EUR	↑	40.047	0.229	0.082	-0.441
NDF 1 год	↓	4.470	-0.080	-0.230	-0.230
RUR Overnight	↓	3.40	-0.1	0.0	
Корпчета	↑	738.4	+165.10	+19.80	-149.90
Депозиты в ЦБ	↑	523.9	+261.20	+273.00	-45.70
Сальдо опер. ЦБ	↓	424.10	-213.10	+245.10	+487.90
RTS Index	↓	1859.21	-1.03%	+5.19%	+4.89%
Dow Jones Index	↑	12080.38	+0.63%	-2.43%	+3.51%
Nasdaq	↑	2629.66	+0.50%	-4.68%	-2.30%
Золото	↑	1542.13	+0.14%	+1.63%	+9.00%
Нефть Urals	↓	109.51	-1.45%	+1.89%	+18.77%

TRUST Bond Indices

		TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↑	257.02	0.05	1.89	11.45
TRIP Composite	↑	235.79	0.04	0.14	1.61
TRIP OFZ	↑	187.21	0.04	1.06	3.20
TDI Russia	↓	231.46	-0.36	0.61	9.21
TDI Ukraine	↓	231.95	-0.47	-0.19	9.65
TDI Kazakhs	↓	184.09	-1.12	-4.00	2.22
TDI Banks	↓	230.81	-0.28	-0.17	10.04
TDI Corp	↓	243.69	-0.48	-0.10	8.99

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices




ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Fitch угрожает понижением суверенного рейтинга США – рынки спокойны

Сегодня около 06:00 МСК Reuters обнародовал сообщение о намерении рейтингового агентства Fitch поместить суверенный рейтинг США на пересмотр с негативным прогнозом в случае, если до 2 августа не произойдет повышения законодательно устанавливаемой планки госдолга.

Напомним, что текущий уровень потолка госдолга страна достигла в середине мая, и, по оценке Минфина США, 2 августа – это предельный срок, до которого США могут «жить» без повышения уровня госдолга. Выкроить это время помогло сокращение планов по займам через эмиссию рыночного долга (в виде казначейских векселей U.S. T-bills и UST), а также временное устранение ряда иных источников роста госдолга. Подробнее об этом мы писали в нашем специальном комментарии от 11 мая «Госдолг США – продержаться до 2 августа».

Межпартийные разногласия в США по вопросу целевого уровня сокращения госрасходов с целью снижения дефицита бюджета не стихают, и до «часа расплаты» остается чуть больше одного месяца. Заметим, что намерения Fitch в отношении американского суверенного рейтинга – уже второй звоночек после того, как S&P понизил его прогноз. В то же время мы не склонны драматизировать ситуацию и не считаем, что рынки увидят действительное снижение рейтинга США с уровня AAA. С учетом объема рынка казначейских облигаций и обилия связанных с ним рыночных инструментов, понижение рейтинга Штатов, на наш взгляд, будет иметь самые непредсказуемые последствия, которые затронут всю мировую финансовую систему.

Пока же рынки практически никак не отреагировали на заявление Fitch – в момент обнародования новости на протяжении нескольких минут мы видели небольшое повышение в ближайшем фьючерсе на индекс доллара (DXY), отражающего стоимость доллара по отношению к корзине из шести валют. Наряду с этим несколько снизился и фьючерс на индекс S&P500. Более сильная реакция проявилась в нефти – августовский контракт Brent терял до USD0.4, снижаясь до USD111.4, но впоследствии данное снижение было выкуплено.

Греческий парламент решит вопрос о доверии правительству на фоне новых предупреждений Fitch; ситуация на рынке госдолга стабильно тяжелая

Можно без преувеличения сказать, что внимание инвесторов по всему миру во вторник будет приковано к Афинам, где греческий парламент рассмотрит вопрос о вотуме доверия правительству. Поддержка со стороны депутатов является, по сути, ключом к получению 5-го транша кредитной поддержки ЕС/МВФ на EUR12 млрд. и согласованию нового пакета финпомощи Греции.

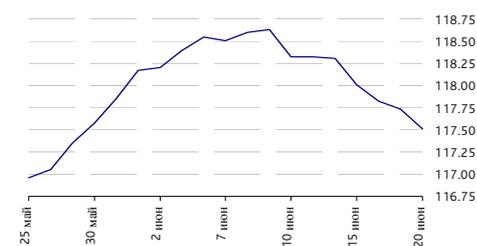
Между тем агентство Fitch во вторник с утра вновь заявило, что любая форма рефинансирования греческого госдолга, включая рассматриваемую сейчас в ЕС добровольную покупку новых гособлигаций по мере погашения старых обязательств, будет рассматриваться как дефолт. Это, как мы уже неоднократно отмечали, является «страшным сном» ЕЦБ, который в этом случае более не сможет принимать греческие бумаги в качестве залога, что фактически обрушит банковскую систему Греции, сильно зависящую от поддержки из Франкфурта. Напомним, ранее в подобном ключе высказались также S&P и Moody's.

Состоявшаяся накануне встреча премьер-министра Греции с главами ЕК и Еврогруппы, а также вторая по счету за последние два дня телеконференция представителей финансовых ведомств стран G7 по греческой проблематике не принесли успокоения на долговой рынок. Доходность 10-летних госбумаг Греции выросла на 35 бп, а с утра во вторник прибавляет еще 60 бп, достигая 18.15%; 5-летний страновой CDS по итогам понедельника подскочил на 105 бп.

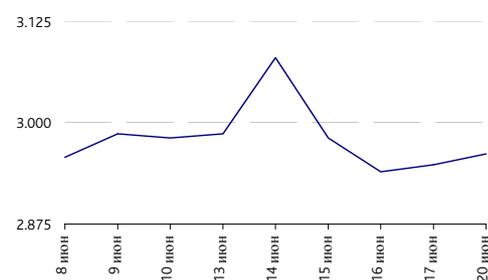
Беларусь (B2/B/NR) поговорит с инвесторами; новые санкции ЕС как преграда для кредита МВФ; реакция в госбумагах нейтральна

Как стало известно накануне, министры финансов и экономики Беларуси проведут 20-21 июня встречи с инвесторами, включая держателей евробондов республики. Цель – разъяснить предпринимаемые властями меры по стабилизации ситуации в экономике. С нашей точки зрения, прямой контакт с инвесторами является положительным фактором и поможет нивелировать эффект от противоречивой риторики высшего руководства страны. Тем не менее мгновенной реакции в евробондах мы не ждем – инвесторы, безусловно, примут

Russia 30 (Price)



US Treasuries 10 Year (YTM)





к сведению разъяснения властей, но при принятии решений предпочтут ориентироваться все же на конкретные шаги по реформированию экономики.

Тем временем шансы Минска получить новый кредит МВФ значительно снизились во вторник после того, как ЕС ввел новые санкции в отношении приближенных к президенту страны А. Лукашенко компаний и чиновников. Напомним, Беларусь, помимо уже согласованного кредита ЕврАзЭС на USD3 млрд., стремится получить финансовую поддержку от МВФ на USD8 млрд. Однако мы с трудом представляем, что наиболее вероятный кандидат на пост главы МВФ К. Лагард, де-факто представляющая ЕС, согласится прокредитовать попавший под санкции Минск. Примечательно, что на этот счет нет иллюзий и у белорусского руководства – А. Лукашенко на минувшей неделе заявил, что не исключает возникновения политических мотивов во взаимодействии с МВФ.

Рынок еврооблигаций Беларуси практически не отреагировал на сообщение о санкциях, что имеет под собой определенные основания. Так, по информации газеты «Ведомости», основные рынки сбыта попавших под санкции компаний находятся в Латинской Америке и на Ближнем Востоке, а значит основная деятельность компаний фактически не пострадает, осложнения могут возникнуть лишь при проведении расчетов. Выпуски **Belarus 15** и **Belarus 18** подешевели в понедельник на 40 и 50 бп соответственно, что в целом совпало с общим движением рынка накануне.

Итоги торгов по еврооблигациям: снижение котировок продолжается; невысокая активность в ожидании решений ФРС

Понедельник не принес сюрпризов на рынок российских еврооблигаций. Зависшая над пропастью Греция и подешевевшая нефть сделали свое дело – котировки бумаг вновь устремились вниз. Тем не менее активность была невысокой – инвесторы, очевидно, ждут новостей из Афин и заседания ФРС.

В нефтегазовом секторе негативная динамика наблюдалась в длинных еврооблигах – подешевели бумаги Газпрома (-30-60 бп), Лукойла (-30-50 бп) и ТНК-ВР (-30-40 бп). Во втором эшелоне неважно себя чувствовали еврооблиги Евраз. Выпуск **Evrax 18** сбросил 40 бп по итогам торгов. Между тем размещенный на прошлой неделе **Koks 16** торговался выше номинала и завершил день на уровне 100.34%. Продолжил снижение укрупненный еврооблиг **Russian Railways 31P**, просев почти на 50 бп. В банковском секторе основной удар пришелся по долгосрочным еврооблигациям ВЭБа, которые потеряли в цене в среднем 50 бп. Подешевел также **Sberbank 21** – на 40 бп.

В суверенном сегменте также наблюдалась просадка. Индикативный еврооблиг **Russia 30** просел на 20 бп до 117.51% от номинала. Спред **Russia 30 – UST10** расширился на 2 бп до 152 бп. Рублевый выпуск **Russia 18R** по итогам торгов потерял чуть менее 40 бп, но завершил понедельник все же выше 105 фигуры.

Российский долговой рынок: ждем нейтрального открытия торгов и невысокой активности

Судя по показателям с мировых рынков, внешний фон во вторник несколько улучшился. Азиатские фондовые индексы находятся преимущественно в зеленой зоне, фьючерс на S&P500 торгуется в небольшом плюсе, а снижение цен на нефть, кажется, приостановилось – баррель Brent колеблется у отметки USD111.8.

Тем не менее мы не видим оснований для особого оптимизма – причины, вызвавшие недавнюю коррекцию на рынке, не ликвидированы. В этом свете мы ставим на нейтральное открытие торгов и считаем, что российский долговой рынок будет дрейфовать в «боквике» до поступления новостей из Афин и данных с рынка жилья США.

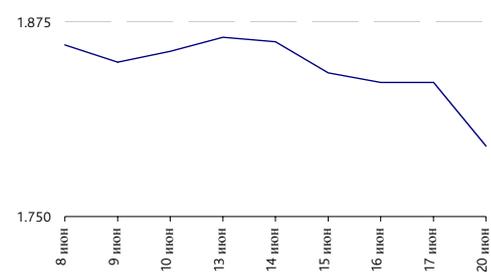
Алексей Тодоров, aleksey.todorov@trust.ru

☎ 647-23-62

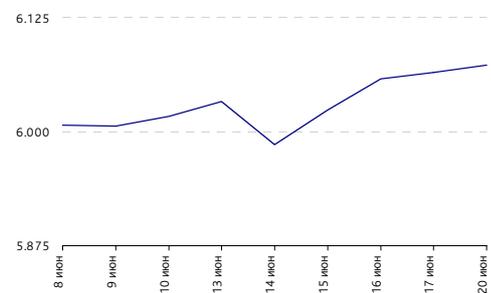
Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 647-23-64

Brazil 40 (YTM)



Turkey 34 (YTM)





ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Рынок пока «игнорирует» увеличение предложения ликвидности; ставки остаются на месте

На фоне завершения уплаты 1/3 НДС за 1К 2011 г. ликвидность вчера снизилась на RUB87.3 млрд. Если добавить к этому оттоку изъятые из системы в пятницу RUB20.9 млрд., которые мы связывали с предварительными платежами по этому налогу, получится RUB108.2 млрд., что вполне сопоставимо с величиной самого налога – RUB130-150 млрд., по нашим оценкам. Разница между этими цифрами, вероятнее всего, объясняется встречными поступлениями из бюджета. Основным источником для финансирования налогов стали [корсчета](#), которые вчера снизились на RUB90.9 млрд. до RUB647.5 млрд. [Депозиты](#) при этом прибавили несущественно (+RUB3.6 млрд. до RUB527.5 млрд.).

Суммарный уровень остатков на корсчетах и депозитах остается высоким – RUB1,175 млрд. Между тем показатель [чистой ликвидной позиции](#), скорректированный на долговую нагрузку банков перед ЦБ, существенно ниже – RUB835.6 млрд. Это сигнализирует о том, что восполнивший запасы ликвидности чистый приток средств от погашения ОБР-18 (RUB447 млрд., за вычетом купленных ОБР-19) лишь временно смягчил ситуацию, но среднесрочные процентные риски никуда не делись и могут реализоваться в более отдаленной перспективе. Однако какого-либо заметного удорожания фондирования, на наш взгляд, стоит ожидать не раньше следующего налогового периода.

О том, что на денежном рынке не все так радужно, как можно было бы ожидать с приходом столь значительного объема ликвидности, говорят по-прежнему высокие ставки денежного рынка. Так, средства по [межбанковским кредитам](#) на 1 день вчера с утра стоили довольно дорого 3.75-4.0%, днем их стоимость превышала средние уровни пятницы – 3.75-3.9%, причем ставки не спешили снижаться, на закрытие составив 3.5-3.75%, что выше стоимости депозитов овернайт с ЦБ (3.5%). Не дешевет и междилерское РЕПО, где ставки [под залог ОФЗ](#) и облигаций [1-го эшелона](#) держатся на уровне 4.08% и 3.99% соответственно.

С притоком средств от ОБР-18 июньские налоги не представляют серьезной угрозы для ставок

Каких-либо событий, способных сильно повлиять на ликвидность и уровень ставок, до конца недели не предвидится. Накопленных в банковской системе средств достаточно для покрытия как аукционов ОФЗ (до RUB30 млрд., 22 июня), так и аукциона ОБР-19 (до 10 млрд., 23 июня), а также предварительных платежей по налогам, которые компании, вероятнее всего, начнут перечислять уже в пятницу. Основной удар по системе со стороны налогов придется на начало следующей недели. Общий объем оставшихся выплат мы оцениваем в RUB400-445 млрд., из которых НДС и акцизы – RUB210-225 млрд. (до 27 июня), а налог на прибыль – RUB190-220 млрд. (до 28 июня), но и такие суммы благодаря средствам от ОБР-18 платежная система уже в состоянии «переварить». Мы не исключаем, что в дни налоговых платежей ставки могут приподняться еще на 20-40 бп, но по их окончании стоимость фондирования, вероятно, вернется в район 3.5% по МБК на 1 день и 4.0% по междилерскому РЕПО.

Рубль подешевел на фоне роста неприятия к риску и снижения нефтяных котировок

Поддержка рублю со стороны традиционных для налогового периода продаж валюты со стороны экспортеров «затерялась» на фоне обострения проблем в Греции и одновременного падения цены на нефть, только усилившего бегство от риска. Составляя на утро понедельника RUB33.51, цена бивалютной корзины плавно подрастала на протяжении всего дня, минуя локальный максимум RUB33.56 в 13:00 МСК и завершив торги по RUB33.54, то есть на 7 копеек выше закрытия накануне.

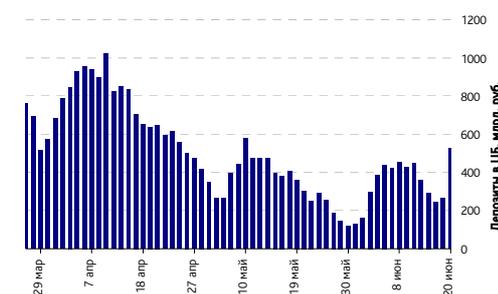
Снижение цен в рублевом долге, в ОФЗ наиболее активные продажи в 10-летнем выпуске ОФЗ 26205

В сегменте ОФЗ в понедельник снижение цен продолжилось, затронув прежде всего наиболее ликвидные в последние недели выпуски средней дюрации. В целом около половины оборота в сегменте пришлось на 10-летний [ОФЗ 26205](#) (-18 бп в терминах средневзвешенной цены), [ОФЗ 25071](#) (-9 бп) и новый 4-летний [ОФЗ 25079](#) (-2 бп). Выпуск [ОФЗ 25076](#) отторговался с несущественными изменениями цены.

Ставка overnight (максимум, bid)



Депозиты в ЦБ РФ





В первом эшелоне по итогам дня максимальный объем сделок и наибольшее снижение показал выпуск **МосОбл-7** (-40 бп по средневзвешенной цене), также подешевели **Транснефть-3** (-10 бп) и **ВЭБ-9** (-33 бп).

Во втором эшелоне наиболее активно торговался **Мечел-2** (оборот по выпуску превысил RUB1.5 млрд.), не показавший существенных ценовых изменений. На 31 бп по цене вырос **КузбассЭнерго-2**. При невысокой ликвидности заметно просели выпуски **Сибметинвест-1, 2** и **СУЭК Финанс-1**, потерявшие 42-48 бп в терминах средневзвешенных цен.

Банк «Дельта Кредит» (Ваа2/WR/NR) установил купон на уровне 7.20%, что близко к справедливому уровню доходности; не ожидаем существенного роста котировок на вторичном рынке

Вчера банк «Дельта Кредит» закрыл книгу заявок на приобретение нового выпуска **Дельта Кредит-6**, установив купон на уровне 7.20%, т.е. ближе к нижней границе диапазона. Напомним, что объем 5-летних бумаг составляет RUB5 млрд., а техническое размещение облигаций состоится завтра.

Установленные ориентиры предполагают YTP 7.33% к оферте через 3 года. На наш взгляд, доходность соответствует справедливому значению, принимая во внимание поручительство по бумагам со стороны материнской группы Societe Generale. Так, чуть более длинные бонды основного дочернего банка **Росбанк-5** торгуются с YTM 7.47% к погашению в ноябре 2014 года. Мы не рассчитываем на существенный рост котировок нового выпуска **Дельта Кредит-6** на вторичном рынке.

Новикомбанк (Moody's: B2) планирует выпустить облигации; предложенные ориентиры считаем непривлекательными

Вчера Новикомбанк открыл книгу заявок инвесторов на покупку облигаций серии БО-1. Объем размещения составит RUB3 млрд., а срок обращения выпуска - 3 года с 2-летней офертой. Ориентир по купону находится в диапазоне 8.50-9.00%, предполагая доходность YTP 8.68-9.20%. Книга будет открыта до 5 июля, а размещение назначено на 7 июля.

На наш взгляд, предложенные ориентиры справедливы ближе к верхней границе озвученного диапазона доходности. Мы полагаем, что премия к чуть более короткому выпуску **МКБ БО-1** (YTP 8.46% в феврале 2013) должна составлять не менее 60-70 бп.

Несмотря на устойчивые связи Новикомбанка с крупными корпоративными клиентами (Ростехнологии владеют 20% акций банка, кроме того, заключено стратегическое партнерство с Ростехнологиями, АвтоВАЗом, Транснефтью, Итерой) и более высокий риск кредитного портфеля МКБ, объем бизнеса Новикомбанка существенно отстает от МКБ (в 2.5-3 раза). К слабым моментам Новикомбанка стоит отнести также высокую концентрацию средств отдельных клиентов в активах и пассивах и существенный объем инвестиций в ценные бумаги (64% от кредитного портфеля).

Напомним, что на данный момент в обращении находится единственный выпуск эмитента – **Новикомбанк-1** (YTP 7.72% к оферте через год), который был размещен осенью прошлого года. Облигации низколиквидны, а потому не могут служить ориентиром при ценообразовании.

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru

☎ 789-35-94

Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 647-23-64

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru

☎ 647-23-59

Курс рубль/доллар





МАКРОЭКОНОМИКА

ЦБ делает ставку на борьбу с инфляцией, ослабляя контроль над курсом

- *Согласно заявлениям первого зампреда ЦБ Алексея Улюкаева журналистам в кулуарах Петербургского международного экономического форума (ПМЭФ), с 17 июня границы плавающего коридора были смещены к RUB32.25-37.25 в сравнении с RUB32.45-37.45 на 1 марта 2011 г.*

КОММЕНТАРИЙ

Озвученные ЦБ новые границы плавающего коридора полностью подтвердили наши более ранние предположения. Для рынка в целом такая новость не стала сюрпризом – большинство его участников начали ориентироваться на диапазон RUB33.25-37.25 еще в начале этого месяца.

Напомним, что с 1 марта 2011 г. ЦБ сдвигает границы плавающего коридора на 5 копеек вниз каждый раз, когда суммарный объем интервенций, превышающих целевые покупки валюты («накопленные» или «нецелевые» интервенции), достигает USD600 млн. Исходя из величины «нецелевых» покупок валюты ЦБ в марте в USD1.3 млрд. (около USD600 млн.*2), к 1 апреля 2011 г. нижняя граница должна была быть сдвинута дважды до RUB32.35-37.35. В апреле, вероятнее всего, ЦБ ее не трогал, поскольку более 90% пришлось на плановые покупки. Если суммировать все «нецелевые» интервенции с 1 апреля по настоящий момент, получится чуть более USD1.2 млрд., то есть как раз еще 2 сдвига вниз по 5 копеек до RUB32.25-37.25, которые и озвучил ЦБ в пятницу.

Смещение границ коридора, на наш взгляд, – следствие улучшения состояния платежного баланса на фоне роста торгового сальдо и снижения оттока капитала в мае. Таким образом ЦБ задал новые ориентиры для курса, в большей степени соответствующие усилившемуся притоку валютных активов в страну.

- *Согласно заявлению первого зампреда ЦБ Алексея Улюкаева на ПМЭФ, за период с 1 по 17 июня 2011 г. Банк России купил примерно USD2.0 млрд. Со слов А. Улюкаева, ЦБ продолжает ослаблять контроль над курсом.*

КОММЕНТАРИЙ

Объем интервенций с начала месяца, обозначенный первым зампредом ЦБ, - USD2.0 млрд., что в пересчете на среднемесячную ежедневную величину интервенций означает порядка USD170 млн. покупок валюты регулятором в день. На наш взгляд, такая интенсивность интервенций согласуется с текущими параметрами платежного баланса и означает даже некоторое ослабление давления на рубль.

Со слов А. Улюкаева, «в мае (интервенций) было меньше, чем в апреле, в июне будет, вероятно, меньше, чем в мае», что не совсем увязывается с официальной статистикой самого же ЦБ, согласно которой покупки валюты регулятором в мае возросли до USD4.5 млрд. в сравнении с USD3.7 млрд. месяцем ранее. Вероятнее всего, под фразой о том, что «приобретение валюты на внутреннем рынке постоянно снижается», первый зампред ЦБ подразумевает снижение участия ЦБ в курсообразовании, нежели сокращение номинальных объемов интервенций.

Увеличение ежедневной величины интервенций, подобное майскому, не должно вводить в заблуждение. Подавляющую часть всех интервенций ЦБ сейчас составляют целевые покупки валюты, которые, по сути, служат производной от растущих сырьевых цен. Таким образом, поглощаемый ЦБ объем валюты растет соизмеримо приросту ее предложения, тем самым почти не затрагивая «расстановку сил» на локальном рынке FX. Основной тон на валютном рынке сейчас, скорее, задает спрос со стороны клиентов, нежели покупки ЦБ. А то, что средняя величина самих интервенций так сильно разнится от месяца к месяцу (USD170 млн., USD200 млн. или USD220 млн. в день), объясняется волатильностью чистого притока нефтедолларов, который Банку России необходимо абсорбировать.

Котировки нефти остаются выше USD110 за баррель, и валютные потоки продолжают оказывать давление на рубль в сторону его укрепления. Однако ежедневный объем интервенций, который последние 3 месяца колеблется у отметки USD200 млн., существенно отстает от притока иностранной валюты в страну. По нашим расчетам, для полной балансировки системы при текущих показателях платежного баланса ЦБ мог бы увеличить объем интервенций примерно на 20%. То, что регулятор сохраняет прежнюю их интенсивность,



говорит скорее о том, что Банк России все более решителен в отношении ослабления контроля над курсом в пользу борьбы с инфляцией за счет процентной политики, хоть и в ущерб локальным валютным рискам.

Поводов для укрепления рубля в 3К 2011 г. все меньше. Несмотря на прогнозируемое властями улучшение состояния капитального счета, не в пользу притока капитала в ближайшие месяцы будет рост выплат компаний по внешним долгам – в июне им предстоит уплатить USD14 млрд., а в 3К 2011 г. в сумме USD27 млрд. (по данным ЦБ). Профицит счета текущих операций также находится в зоне риска в связи с высокими темпами роста импорта (примерно 40% г/г). Сочетание этих факторов усилит давление на рубль, но снизит потребность в интервенциях.

Ввиду сохраняющейся неопределенности относительно капитальных потоков, а также высоких рисков оттока капитала в конце года в связи с политическими факторами, мы пока не видим оснований пересматривать наш годовой прогноз по курсу рубля, сохраняя его на уровне RUB33.5 за бивалютную корзину.

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru
☎ 789-35-94



ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА

ТГК-1 (NR) опубликовала нейтральную отчетность по МСФО за 1К 2011 г.; долговая нагрузка остается стабильной; облигации не предлагают интересных торговых идей

Вчера подконтрольная Газпрому ТГК-1 опубликовала консолидированную отчетность по МСФО за 1К 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

С операционной точки зрения результаты ТГК-1 за 1К 2011 г. выглядят неплохо: компания продемонстрировала уверенный рост выручки и EBITDA относительно аналогичного периода 2010 г. (+21% и +33% соответственно).

Напомним, что генерирующие активы ТГК-1 включают не только тепловые электростанции, но и несколько ГЭС, с этим связан и столь высокий уровень рентабельности по EBITDA – около 29%. Тем временем топливная статья затрат составляет чуть более 50% в структуре себестоимости компании, поэтому рост цен на топливо сказывается на операционных показателях ТГК-1 в значительно меньшей степени, чем для чистых тепловых генераторов. Так, в 1 квартале текущего года топливные затраты выросли чуть более чем на 10%, что оказало позитивное влияние на рентабельность компании.

Снижение чистого операционного потока в 1К 2011 г. связано с существенным ростом оборотного капитала (+RUB5.3 млрд. относительно конца 2010 г.). Подобная динамика в текущем году наблюдалась и у другого крупного территориального генератора – Мосэнерго. Мы ожидаем восстановления этого показателя до нормальных значений к концу года.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТГК-1

МСФО, RUB млрд.	1К 10	2010	1К 11	1К11/4К10	1К11/1К10
Выручка, в т.ч.	17.4	54.1	21.2	23%	21%
<i>Электроэнергия</i>	7.9	31.1	10.9	15%	38%
<i>Тепло</i>	9.5	22.3	10.3	35%	8%
EBITDA	4.6	12.6	6.1	-12%	33%
Чистая прибыль	2.9	7.0	4.6	0%	61%
Чистый операц. денежный поток	2.3	4.2	0.1	-57%	-94%
Свободный денежный поток	-1.3	-9.2	0.1		
Совокупный долг, в т.ч.	16.5	23.2	25.6	10%	55%
<i>Краткосрочный долг</i>	4.6	6.9	8.1	18%	75%
Денежные средства и эквиваленты	0.8	0.3	0.2	-21%	-74%
Активы	103.2	114.0	123.5	8%	20%
Показатели					
EBITDA margin	26%	23%	29%		
EBITDA/проценты, (x)	18.7	102.8	33.7		
Долг/EBITDA*, (x)	1.2	1.8	1.8		
Чистый долг/EBITDA*, (x)	1.1	1.8	1.8		
Долг/Собственный капитал, (x)	0.2	0.3	0.3		

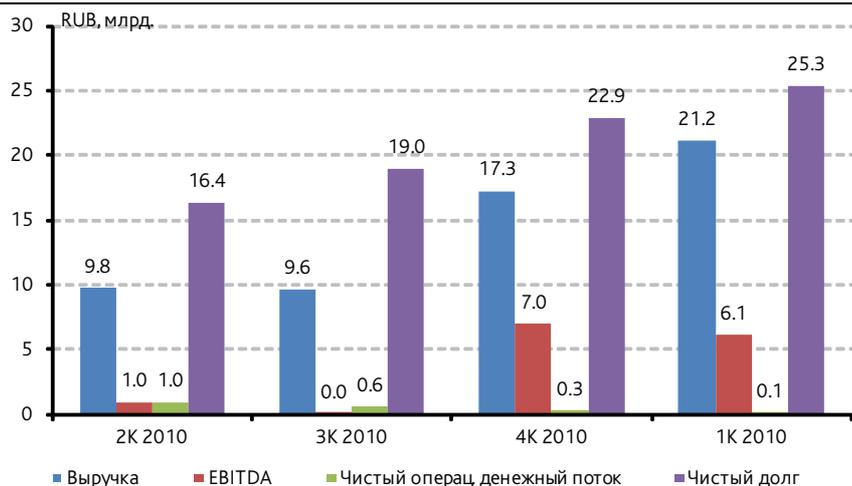
* Значение EBITDA за последние 12 месяцев
Источник: данные компании, НБ «Траст»

Хотя компания за год увеличила совокупный долг на 55% до RUB25.6 млрд., уверенный рост операционных показателей позволил сохранить долговую нагрузку в терминах «Чистый долг/EBITDA» на приемлемом уровне около 1.8x. Большая часть краткосрочного долга приходится на один из выпусков рублевых облигаций объемом RUB5 млрд., оферта по которому наступает уже в середине июля текущего года.

В комментариях к отчетности компания также указала, что после отчетной даты погасила около RUB4.2 млрд., однако не раскрыла, какая часть из этой суммы приходится на рублевые облигации. Эмитент еще не определил купон на следующие 6 купонных периодов, однако, на наш взгляд, если ТГК-1 установит его даже около 7.25-7.50% годовых (доходность 7.38-7.65%), обращающаяся часть выпуска останется в рынке, так как кредитное качество компании не вызывает опасений.



ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ТГК-1



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Более длинный выпуск облигаций ТГК-1 торгуется практически на одном уровне с рублевыми бондами Мосэнерго, что мы считаем несколько агрессивным уровнем. Кроме того, в рынке осталось менее 25% (около RUB900 млн.) от этого выпуска, поэтому его ликвидность существенно ограничена. На наш взгляд, оба выпуска облигаций ТГК-1 на данный момент не предлагают интересных торговых идей.

Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru ☎ 647-25-89

ТОРГОВЛЯ

Аптечная сеть 36.6 (NR) может вернуться к стратегии агрессивного роста; к кредитному качеству компании все больше вопросов; облигации – высокорисковый спекулятивный инструмент

По данным РБК daily, Аптечная сеть 36.6 намерена в следующем году начать агрессивную экспансию розничного сегмента бизнеса, планируя к 2015-2016 гг. увеличить количество собственных торговых точек с нынешних 990 до 2,000.

КОММЕНТАРИЙ

Согласно данным издания, в нынешнем году Аптечная сеть 36.6 планирует открыть более 60 новых аптек и закрыть 30-40 наименее рентабельных точек. В следующем году компания намеревается начать агрессивную экспансию, открывая по 200 новых торговых точек ежегодно. По оценкам менеджмента, подобная стратегия потребует инвестиций в размере RUB400 млн. ежегодно. Финансирование планируется производить из собственных средств.

На наш взгляд, подобные планы выглядят слишком амбициозно и очень несвоевременно для Аптек 36.6. Главной проблемой компании остается очень высокая стоимость обслуживания долга: в 2010 г. на выплату процентов было направлено около RUB1.2 млрд. Безусловно, заем Сбербанка поможет снизить стоимость обслуживания долга, но на данный момент очень рано говорить о том, что кредитное качество Аптечной сети 36.6 улучшилось настолько, чтобы инвестировать столь существенные средства в экспансию розничного сегмента.

Напомним, что основным активом, генерирующим стабильный денежный поток, является подконтрольный компании «Верофарм». Его вклад в консолидированную ЕБИТДА в 2010 г. составил почти 70%. В то время как розничное подразделение в 4К 2010 г. впервые за несколько лет продемонстрировало положительную динамику ЕБИТДА. Розница остается наиболее слабым звеном компании: в период кризиса аптеки ощущали постоянное снижение трафика и среднего чека, а некоторое улучшение ситуации в 4К 2010 г. и 1 квартале текущего года – это, на наш взгляд, слишком малый срок, чтобы однозначно констатировать улучшение ситуации.

Возможность финансировать объявленный объем инвестиций собственными средствами нам также кажется маловероятной. Чистый операционный денежный поток компании по итогам 2010 г. составил -RUB1.9 млрд., и только в 4 квартале минувшего года этот показатель вышел на положительную территорию (около RUB200 млн.), что можно отнести и к фактору сезонности. Поэтому если намерения компании по агрессивной экспансии подтвердятся, это может привести к еще большему увеличению долговой нагрузки.



Рублевые облигации Аптечной сети 36.6 предлагают доходность на годовом диапазоне инвестирования около 20%. На наш взгляд, это адекватная цена за высокие кредитные риски компании. Позитивным фактом для держателей этих облигаций является лишь то, что бумаги будут погашаться в середине 2012 г., т.е. фактически до активной фазы инвестиций.

*Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru
☎ 647-25-89*



Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон, %	Лет до погаш-я/оферта	УТМ / УТР, %
РМК-Финанс-4	5000	9	5 / 3	NA / 9.20
Мехпрачечная СвЖД-2	2480	8	15	8.16
ЕвразХолдинг Финанс-5	5000	8.4	10 / 5	NA / 8.58
Альянс НК-4	5000	8.85	10 / 5	NA / 9.05
Мечел-19	5000	8.4	10 / 5	NA / 8.58
Чувашия Респ-31008	1000	8	3	9.78
Группа Разгуляй-13бо	1000	0	1 / 0	NA / 4.91
Т-Платформы Финанс-1	100	11.5	3 / 0	NA / 11.49
Альянс НК-6	7000	8.85	10 / 5	NA / 9.05
ЕБРР-9	1000	0.5	5	0.5

Налоговые выплаты

Дата	Налог
27 июня	НДПИ и акцизы
28 июня	Налог на прибыль

Ближайшие выпуски

Ориентир. Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/оферта
21 июн 11	Центр-инвест-16о	1500	8.4	3 / 1
21 июн 11	Центр-инвест-56о	1000	8.4	3 / 1
22 июн 11	РСГ-Финанс-1	3000	TBD	3 / 1
22 июн 11	ДельтаКредит-6	5000	TBD	5 / 3
23 июн 11	МосковКредБанк-56о	5000	TBD	3

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/Погаш-е
22 июн 11	Еврофинансы-Недвиж-1	1,100	5	5	21 дек 11
22 июн 11	НОМОС-Банк-09	5,000	7	6.25	15 июн 12
22 июн 11	Стальфонд-Недвиж.	700	7	5	21 дек 11
23 июн 11	Еврофинансы-Недвиж-2	1,100	5	5	22 дек 11
24 июн 11	ТВЗ-16о	2,000	7	6.5	12 июн 13
28 июн 11	Газпром-11	5,000	13.75	13.75	24 июн 14
30 июн 11	Ай Теко-1	630	12.5	12.5	29 сен 11
4 июл 11	РусьБанк-4	3,000	9.5		
8 июл 11	Фармпрепарат	23	12	12	
11 июл 11	ТГК1-2	5,000	16.99		
13 июл 11	Вымпелком-Инвест-3	10,000	15.2		
14 июл 11	ВТБ Лизинг-2	6,923	7		
17 июл 11	Разгуляй Фин.-5	2,000	0	0	
19 июл 11	Нижне-Ленское-3	1,000	14		26 июл 11
19 июл 11	РосТелеком-12	1,500	15		
21 июл 11	РМК Парк	500	10		

Источники: ТРАСТ, официальная информация компаний и организаторов



КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ГЛАВА ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь Потапов

+7 (495) 647-90-44

ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Леонид Игнатьев +7 (495) 647-23-60

Департамент макроэкономики и стратегии

Роман Дзугаев +7 (495) 647-23-64
Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94
Алексей Тодоров +7 (495) 647-23-62

Департамент кредитного анализа

Сергей Гончаров +7 (495) 786-23-48
Юлия Сафарбакова +7 (495) 647-23-59
Дмитрий Турмышев +7 (495) 647-25-89

Выпускающая группа +7 (495) 789-36-09

Татьяна Андриевская
Николай Порохов
research.debtmarkets@trust.ru

ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

Торговые операции

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58
Кирилл Коваленко +7 (495) 647-25-97

Клиентские продажи

Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39
Олеся Курбатова +7 (495) 647-25-90
Артем Петросьян +7 (495) 647-25-67
Яна Шнайдер +7 (495) 647-25-74

sales@trust.ru

Департамент количественного анализа и информационного развития

Светлана Федоровых +7 (495) 786-23-46

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30 Russia 30

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации
TIBM12. Суверенный долг и ОВВЗ
TIBM13. Корпоративный внешний долг
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2. Навигатор долгового рынка
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленные информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваются выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.