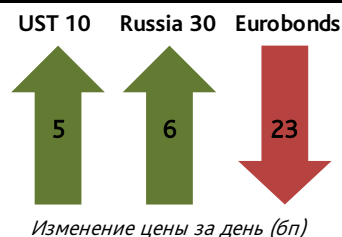


Навигатор долгового рынка

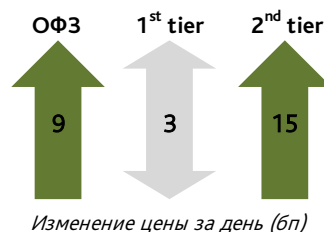
Глобальные рынки и еврооблигации

- Евросоюз разрабатывает чрезвычайный план спасения Греции; эффект contagion, тем временем, набирает обороты
- Европа готова начать «крестовый поход» против рейтинговых агентств, запретив им доступ на рынок ЕС; время для заявлений выбрано не случайно
- Итоги торгов по еврооблигациям: снижение котировок продолжилось, но продажи почти прекратились; суверенный сегмент показал слабый рост



Рублевые облигации и денежный рынок

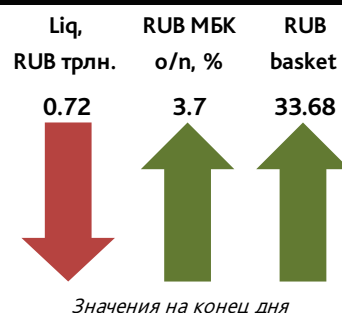
- Вторичные торги в рублевом долге: продажи в среднесрочных ОФЗ и смешанная динамика при низкой активности в корпоративном сегменте
- Буровая компания Евразия: почти весь потенциал роста исчерпан в день закрытия книги заявок; возможное снижение в дальнейшем – не более 20-30 бп
- Банк Зенит планирует доразместить облигации 5-й серии на вторичном рынке; банку по силам выпустить бумаги по нижней границе ориентиров доходности
- Россельхозбанк и Банк Русский Стандарт планируют разместить рублевые облигации; ждем интересных предложений от эмитентов
- Ликвидность сокращается под давлением налоговых платежей; ставки денежного рынка остаются повышенными
- Enel ОГК-5 закрыла книгу заявок на 3-летний выпуск (RUB5млрд.), купон – 7.1% годовых (YTM 7.23%). Данный уровень предполагает незначительную премию к кривой ФСК, что на наш взгляд выглядит агрессивно и лишает бумаги потенциала роста на вторичном рынке.



Кредитные комментарии

- Русал: одобрение синдицированного кредита не должно резко вернуть компанию к агрессивному финансовому менеджменту; рублевые бумаги все еще привлекательны
- Аэрофлот: возможность продажи контрольного пакета государством несет в себе риски
- Транскапиталбанк планирует увеличить капитал на RUB2 млрд.; позитивно для банка; реакция в облигациях ограничена их невысокой ликвидностью
- Верофарм планирует построить новый завод; инвестиционная программа материнской Аптечной сети 36.6 вырастет еще больше; облигации Аптек 36.6 оценены справедливо
- Совкомфлот принял новую стратегию развития до 2017 года, согласно которой капзатраты за 7 лет составят USD3.9 млрд., то есть чуть ниже уровня последних лет; новость нейтральна для компании

Индикаторы FX/MM



Последние обзоры

23 июня	Банковская система в мае: между качеством и количеством
14 июня	Украинские еврооблигации: в плену страновых рейтингов
10 июня	Стратегия долговых рынков - июнь 2011 г.
8 июня	Розничные банки: кризисные риски ушли, а премии остались
2 июня	Банковская система в апреле: розница как катализатор роста

Контакты и ссылки

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

28 июня	Выступление главы ЕЦБ Ж.-К. Трише
17.00 МСК	Индекс цен на жилье S&P/Case-Shiller в США за апрель
18.00 МСК	Индекс потребительских настроений Conference Board в США за июнь
18.00 МСК	Индекс деловой активности в производственном секторе ФРБ Ричмонда за июнь
18.15 МСК	Выкуп ФРБ Нью-Йорка UST в объеме USD4-5 млрд. (итоги - в 19.00 МСК)
20.00 МСК	Выступление главы ФРБ Далласа Р. Фишера

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▼	215	-6
UST10	▲	2.91	+0.05
Russia 30 - UST 10	▼	163	-6
EUR/USD	▲	1.4282	+0.6%
Oil (Brent)	▲	106.4	+1.8%
VIX	▼	20.56	-0.54

Евросоюз разрабатывает чрезвычайный план спасения Греции; эффект contagion, тем временем, набирает обороты

Накануне Reuters со ссылкой сразу на несколько источников в еврозоне, сообщило о том, что ЕС готовит экстренный план финансового спасения Греции на случай, если парламент страны не поддержит новые меры бюджетной экономии. Напомним, их принятие является необходимым условием для выделения Афинам очередного транша на EUR12 млрд. для предотвращения дефолта, который, в противном случае, может случиться уже в середине июля.

Подробности плана ЕС на случай «форс-мажора» не сообщаются. Однако уже ясно чего точно не стоит ждать. Евросоюз не готов предоставить Греции мост-кредит для преодоления разрыва в ликвидности в июле. Источники Reuters считают, что наиболее вероятным выходом из потенциально возможной критической ситуации может стать кредитование Греции со стороны какого-либо финансового института (помимо МВФ).

Тем временем, долговой рынок европейской «периферии» начинает испытывать возрастающее давление по мере приближения «часа Ч». Доходности ирландских и португальских госбумаг, динамика которых почти напрямую зависит от происходящего в Греции, накануне достигли рекордных отметок. Так, доходность 10-летних гособлигаций Ирландии достигла 12.11%, а Португалии – 11.68%. При этом с утра в среду эти показатели продолжают расти.

Мы уже не раз отмечали, что дефолт Греции плох не сам по себе (экономика еврозоны смогла бы его «переварить»), а как «моральный риск». В случае падения Афин одной лишь Грецией дело не ограничится – на очереди, очевидно, окажется Ирландия и Португалия. А значит, Грецию будут спасать до последнего, используя все возможные способы.

Европа готова начать «крестовый поход» против рейтинговых агентств, запретив им доступ на рынок ЕС; время для заявлений выбрано не случайно

«Большой тройке» мировых рейтинговых агентств могут закрыть доступ на европейский рынок. С таким заявлением со страниц Financial Times Deutschland недавно выступил глава Европейского органа по надзору за рынком ценных бумаг (ESMA). Напомним, именно ESMA с 7 июля будет единственным в ЕС органом, отвечающим за выдачу рейтинговым агентствам лицензий на деятельность в Евросоюзе (ранее они выдавались национальными надзорными органами).

С нашей точки зрения, данное заявление не получило бы широкого внимания, если бы не наблюдающееся в последние несколько недель значительное обострение долговых проблем на европейской «периферии». Европейские чиновники самого высокого ранга ранее неоднократно высказывали недовольство действиями агентств в отношении суверенных рейтингов проблемных стран, обвиняя «тройку» в предвзятости и неполноте анализа. Таким образом, данный «информационный вброс» мы рассматриваем именно как напоминание Moody's, S&P и Fitch о необходимости более конструктивного подхода к оценке суверенных рисков европейской «периферии».

Особенно важным данная тема представляется нам в свете готовящегося в настоящий момент участия частного сектора в спасении Греции. Вполне возможно, что ЕС через ESMA хочет убедить «тройку» не понижать рейтинг Греции до дефолтного в случае реинвестирования части средств от погашаемых госбумаг Афин в новые бонды.

Мы считаем, что рейтинговым агентствам удастся в ближайшее время договориться с ESMA об условиях допуска на рынок, так как невозможность использования рейтингов Moody's, S&P и Fitch европейскими финансовыми институтами может дополнительно осложнить ситуацию в банковском секторе ЕС, и без того находящегося под давлением со стороны греческого долгового кризиса и новых требований к капиталу от Банка международных расчетов.

Стоит также отметить, что практически одновременно с заявлениями ESMA широкое обсуждение вновь получила идея создания независимого европейского рейтингового агентства. Так, в пользу его создания накануне высказался глава крупнейшего в Германии банка Deutsche Bank. Тем не менее, мы полагаем, что даже в случае создания такого агентства, именно рейтинги «большой тройки» еще очень долгое время будут основой для принятия инвестиционных решений.

Еще одно важное, на наш взгляд, заявление прозвучало в понедельник от представителя S&P. По его словам, агентство пока не готово сформулировать свою позицию в отношении предложенной Францией схемы участия частного сектора в спасении Греции, так как не было ознакомлено с деталями данного плана. Таким образом, озвученная не раз со стороны S&P (и не только) угроза считать любое «перепрофилирование» греческого госдолга, ущемляющее интересы инвесторов, дефолтом пока, к счастью для рынков, продолжает оставаться лишь словами.

Итоги торгов по еврооблигациям: снижение котировок продолжилось, но продажи почти прекратились; суверенный сегмент показал слабый рост

Российский рынок еврооблигаций в понедельник продолжил начатое на прошлой неделе под знаком решения МЭА снижение, однако, несмотря на падающие котировки бумаг, инвесторы уже не торопятся избавляться от них. Более того, в суверенном сегменте наметилось пока еще робкое, но все же движение вверх.

Из бумаг нефтегазовых компаний внимание вновь обращают на себя длинные выпуски Газпрома, сбросившие по итогам дня 100-120 бп. Более коротки выпуски газового монополиста также были под давлением, подешевев на 20-70 бп. Второе место по темпам снижения котировок в понедельник заняли долгосрочные бумаги Лукойла. В частности, выпуски **Lukoil 20** и **Lukoil 22** просели на 60 и 50 бп соответственно. Просадка в бумагах ТНК-ВР и Транснефти не превысила 50 бп. Во втором эшелоне подешевели евробонды Евраз (-20-50 бп) и Алросы (-10-30 бп). Порядка 40 бп потерял выпуск **ТМК 18**. В то же время, особое внимание мы бы хотели обратить на кардинально изменившуюся ситуацию в евробондах Вымпелкома. Демонстрировавшие ранее резко негативную динамику, в понедельник они немного прибавили в цене. Так **VimpelCom 17** и **VimpelCom 22** подорожали на 50 и 10 бп соответственно. В банковском секторе основная активность ожидаемо сосредоточилась в бумагах Банка Москвы и ВТБ. Так, евробонды первого показали разнонаправленную динамику, а выпуск **Moscow Bank 15** прибавил сразу 160 бп. В выпусках ВТБ преобладали покупки – **VTB 15N** и **VTB 20** выросли в цене на 100 и 50 бп соответственно. Бумаги Альфа-Банка, в свою очередь, продолжают находиться под давлением, теряя в среднем около 40 бп.

В суверенном сегменте единой динамики не сложилось, однако даже небольшой рост стоимости индикативного выпуска **Russia 30** имеет, с нашей точки зрения, немаловажное значение. **Russia 30** по итогам понедельника прибавил символические 5 бп до 117.05% от номинала. Слом тренда наметился и в спреде **Russia 30-UST10** – он сжался на 6 бп до 163 бп. Рублевый евробонд **Russia 18R**, в свою очередь, растерял в понедельник весь пятничные прирост, снизившись в цене на 15 бп.

Российский долговой рынок: стабилизация нефти и ожидание новостей из Греции выведут котировки в дрейф

Вторник в части внешнего фона, по сути, мало чем отличается от понедельника – рынок продолжит находиться в ожидании решений греческого парламента по вопросу новых мер экономии. Опубликованная накануне статистика по доходам и расходам в США, не оправдавшая прогнозы, мало что изменила – об «анемичности» экономического роста в крупнейшей в мире экономике инвесторы знали и до этого.

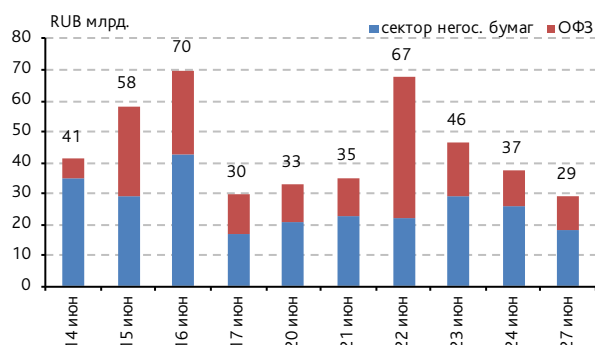
Рыночные индикаторы также говорят в пользу «замирания» рынка во вторник. Нефть, достигавшая ранее в ходе торгов USD106.5 за бочку Brent, к утру вторника откатилась к USD105.5. Азиатские фондовые индексы демонстрируют в целом положительную динамику, но мы бы не стали рассчитывать на прочность подобного роста, считая его по большей части лишь флуктуацией. Фьючерс на S&P500 торгуется в символическом плюсе, прибавляя менее 0.1%.

В итоге, как нам представляется, долговой рынок, включая и его российский сегмент, продолжит во вторник дрейфовать на достигнутых пониженных уровнях, при этом на открытии торгов мы можем увидеть небольшие покупки в суверенных российских выпусках и продажи – в корпоративных.

Алексей Тодоров
+7 495 647-23-62
aleksey.todorov@trust.ru

Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПТС

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	13.0%
от 1 до 1.5 лет	15.8%
от 1.5 до 2 лет	5.9%
от 2 до 3 лет	39.0%
от 3 до 5 лет	18.9%
> 5 лет	7.4%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

короткие ОФЗ	◄►	5.48%
средние ОФЗ	◄►	7.59%
длинные ОФЗ	◄►	8.20%
корпоративные	▼	7.29%
1-й эшелон	▼	5.66%
2-й эшелон	◄►	7.00%

по соответствующим ценовым индексам TRI (Trust Ruble Index)

Вторичные торги в рублевом долге: продажи в среднесрочных ОФЗ и смешанная динамика при низкой активности в корпоративном сегменте

Российский внутренний долговой рынок в понедельник продемонстрировал преимущественно отрицательную динамику, при этом наиболее заметной она была в сегменте среднесрочных госбумаг.

Так, инвесторы активно избавлялись от выпуска **ОФЗ 25076**, который по итогам сессии потерял порядка 30 бп в терминах средневзвешенной цены. В минусе также завершили понедельник **ОФЗ 25068** и **ОФЗ 26202** (в среднем -15 бп). В первом эшелоне снижение стоимости было отмечено по **РЖД-16** (-5 бп), в котором и сосредоточилась основная активность, а также по бумаге **РСХБ БО-6** (-20 бп), в то время как выпуск **ГазпромНефть-10** подрос на 35 бп. Обороты торгов во втором эшелоне были невысокими. По результатам дня снизились в цене бонды **ГазпромБанк БО-1** (-15 бп), **МТС-4** (-45 бп) и **СУЭКФинанс-1** (-10 бп). Умеренное увеличение стоимости показала бумага **СибМетИнвест-1**, прибавив порядка 15 бп.

Буровая компания Евразия (Fitch: BV): почти весь потенциал роста исчерпан в день закрытия книги заявок; возможное снижение в дальнейшем – не более 20-30 бп

Вчера мы наблюдали очередную гонку по снижению ставок купонов при первичном размещении. На этот раз в роли объекта выступили бумаги **БКЕ-1** буровой компании Евразия (основной операционный актив Eurasia Drilling Company). Напомним, что традиционно для размещений рублевых облигаций большую часть периода по приему заявок диапазон ставок остается постоянным, а в последний день он зачастую снижается, если спрос на бумаги высок.

Так произошло и на этот раз: исходный диапазон ставок купона был 9.0-9.5%, а затем, после трех сдвигов, составил 8.4-8.5%. В итоге книга закрылась по 8.4%, что соответствует доходности 8.6% при оферте через 5 лет. Если взглянуть на рыночную кривую, то это примерно в районе недавно разместившихся **Мечел-17..19** и **Евраз 5, 7**, или на 60 бп выше, чем свежий выпуск РусГидро. Такая доходность, кстати, близка к изначально высказанному нами фундаментально обоснованному уровню – 8.4-8.5%.

Мы считаем, что высокий спрос на выпуск **БКЕ** вполне оправдан и даже не до конца отражает фундаментальные метрики компании. Они у Евразии довольно сильные и позволяют причислять компанию к «крепкому второму эшелону». Поэтому мы считаем, что 30-40 бп к бумагам несколько «недоотягивающей» до первого эшелона РусГидро были бы вполне справедливы. Это не включает еще 20-30 бп за незнакомость эмитента долговому рынку. Таким образом, на наш взгляд, на вторичном рынке **БКЕ-1** может рассчитывать на небольшой рост котировок.

Банк Зенит (Ba3/NR/B+) планирует доразместить облигации 5-й серии на вторичном рынке; банку по силам выпустить бумаги по нижней границе ориентиров доходности

Банк Зенит планирует разместить RUB2.3 млрд. облигаций 5-й серии на вторичном рынке. Напомним, что в конце 2010 года к оферте по выпуску объемом RUB5 млрд. было предъявлено около RUB2.3 млрд. Инвесторы смогут принять участие до 4 июля, а техническое размещение состоится 5 июля.

Ориентир цены соответствует диапазону 100.50-100.75% от номинала, что транслируется в УТР 7.04-6.75% к оферте через год. Вчера котировки выпуска снизились на 20-10 бп до 100.7-100.8% по мере поступления новостей о допэмиссии.

Мы считаем участие в размещении привлекательным, поскольку предложенные ориентиры по доходности обеспечивают премию в 15-40 бп к кривой наиболее ликвидных выпусков банка. На наш взгляд, банку вполне по силам разместить бонды по нижней границе диапазона, поскольку дисконт в размере 20-40 бп к более длинным бумагам видится нам вполне справедливым. Так, облигации **Зенит БО-2,6** предлагают УТР 6.93-7.20% на диапазоне 15-17 месяцев.

Россельхозбанк (Баа1/NR/BBB) и Банк Русский Стандарт (Ва3/В+/В+) планируют разместить рублевые облигации; ждем интересных предложений от эмитентов

Россельхозбанк (РСХБ) 29 июня откроет книгу заявок инвесторов на приобретение нового выпуска облигаций 14-й серии на сумму RUB10 млрд. По 10-летним бумагам предусмотрена оферта через 4 года. Формирование книги продлится до 7 июля 2011, а техническое размещение назначено на 12 июля.

Ориентиры по купону еще не были озвучены. На данный момент наиболее длинные выпуски РСХБ торгуются с премией в 80-100 бп к суверенной кривой на диапазоне 2.0-3.0 лет. И мы склонны предполагать сопоставимую премию к кривой ОФЗ по новому выпуску, не рассчитывая на существенный бонус за более длинную дюрацию. Кредитный риск банка интересен в качестве альтернативы суверенному риску, тем более при отсутствии на данной длине квазисуверенных бумаг банковского сектора.

Интерфакс сегодня сообщает о намерениях **банка «Русский Стандарт» (БРС)** разместить 2 выпуска серий БО-1 и БО-2. Объем каждого составляет RUB5 млрд. По 3-летним бумагам будет предусмотрена возможность на досрочное погашение. Банк пока не озвучил детали и сроки размещения, но мы не исключаем возможного маркетинга бондов в скором времени. На данный момент у БРС на внутреннем рынке в обращении находится только 2 выпуска облигаций, к которым мы относимся нейтрально.

Алексей Тодоров

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru

Сергей Гончаров

+7 495 786-23-48

sergey.goncharov@trust.ru

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru

Денежный рынок

События денежного рынка

28 июн	Завершение уплаты налога на прибыль (до RUB190-220 млрд.)
28 июн	Расчеты по депозитному аукциону Минфина от 27 июн на RUB70 млрд.
28 июн	Депозитный аукцион Минфина до RUB50 млрд. (расчеты на след. день)
29 июн	Аукционы ОФЗ до RUB70 млрд. (расчеты в день аукциона)
29 июн	Погашение ОФЗ 25074 на RUB70 млрд.
30 июн	Аукцион ОБР-19 до RUB10 млрд.

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	3.75/4.00	3.60	3.80	3.60/3.65
2-й круг	3.75/4.25	3.65	4.25	3.65/4.15
Динамика внутри дня (1-й круг)				
	УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР	
	3.75-4.00	3.60-3.80	3.65-3.75	

Ликвидность сокращается под давлением налоговых платежей; ставки денежного рынка остаются повышенными

В дополнение к пятничному оттоку ликвидности в RUB37.6 млрд. вчера из платежной системы уткло еще почти RUB158 млрд., причем только за счет средств, выведенных с депозитов (-RUB157.6 млрд. до RUB412.3 млрд.), поскольку корсчета при этом изменились незначительно (-RUB0.3 млрд. до RUB691.4 млрд.). Суммировав эти величины, получим отток в RUB195.6 млрд., что вполне согласуется с нашей оценкой отчислений по НДС и акцизам в RUB210-225 млрд., завершение которых пришлось на понедельник, и предварительными платежами по налогу на прибыль (RUB190-220 млрд.), последняя дата уплаты которых сегодня. Уровень обязательств банков перед ЦБ остается приемлемым – RUB398.5 млрд., более 98% из которых представлены бюджетными средствами, размещенными на депозиты банков. Сегодня эта сумма пополнится на RUB70 млрд. (подробнее см. далее). По результатам всех расчетов, чистая ликвидная позиция (показатель, который учитывает ОБР и долговую нагрузку банков перед ЦБ), вчера снизилась до RUB723.5 млрд.

Обусловленная налоговыми платежами напряженность на денежном рынке имела следствием умеренный рост ставок по коротким межбанковским кредитам, стоимость которых оставалась повышенной как в течение дня – 3.6-3.8%, так и на закрытие – 3.65-3.75%. Междилерское РЕПО на 1 день, хотя и не дорожает, демонстрирует высокие торговые обороты, что говорит о растущей востребованности инструмента и сопряженных с этим рисков роста соответствующих ставок в случае, когда ситуация с ликвидностью станет менее комфортной, чем сейчас. Так, фондирование по сделкам под залог ОФЗ по-прежнему стоит в среднем 4.1%, а под обеспечение облигациями 1-го эшелона – 4.0%.

Депозитные аукционы Минфина смягчают последствия налогов и создают базу для аукционов ОФЗ

Мы полагаем, что высокий спрос на вчерашнем депозитном аукционе Минфина (100% от заявленного объема, RUB70 млрд.) обусловлен исключительно временным разрывом ликвидности – уплату налогов необходимо завершить сегодня, а средства от погашения ОФЗ 25074 в RUB70 млрд., способные их частично компенсировать, ожидаются только завтра. Такое предположение позволяет сделать тот факт, что уровень предлагаемых на аукционах доходностей не сильно подрос по сравнению с предыдущим аукционом, а спрос на рублевую ликвидность заметно увеличился. Более того, у участников рынка может быть потребность в покупке существенного объема размещаемых в среду ОФЗ 26206 (до RUB50 млрд.) и ОФЗ 25079 (до RUB20 млрд.), но не все из них являются потенциальными реципиентами средств от погашения **ОФЗ 25074**, которые можно было бы использовать на их покупку.

Сегодня можно ожидать умеренный отток ликвидности, поскольку завершение уплаты налога на прибыль будет сопровождаться встречным притоком RUB70 млрд. от депозитного аукциона с Минфином. Предстоящие аукционы по ОФЗ также не представляют угрозы для ликвидности в связи с погашением **ОФЗ 25074** на RUB70 млрд. и возможностью привлечь сегодня до RUB50 млрд. бюджетных средств у Минфина. Как следствие, мы не ожидаем сильного отклонения ставок денежного рынка от текущих уровней по крайней мере до начала нового налогового периода.

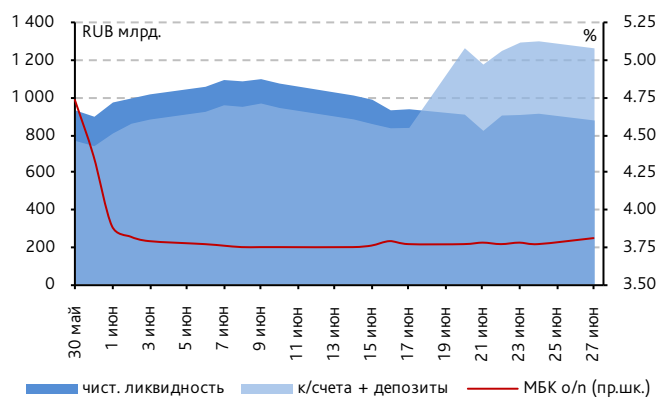
В связи с исчерпанием фактора налогов и ухудшением динамики цен на нефть скорого разворота тенденции в сторону укрепления рубля не ждем

За счет припавших нефтяных котировок и снижения аппетита к риску рубль вчера подешевел по отношению к корзине до двухмесячного минимума RUB33.67. С открытия по RUB33.6 стоимость бивалютной корзины на протяжении подавляющей части торговой сессии подрастала, достигнув дневного максимума RUB33.74 в 14:20 МСК, после чего к закрытию скорректировалась до RUB33.67.

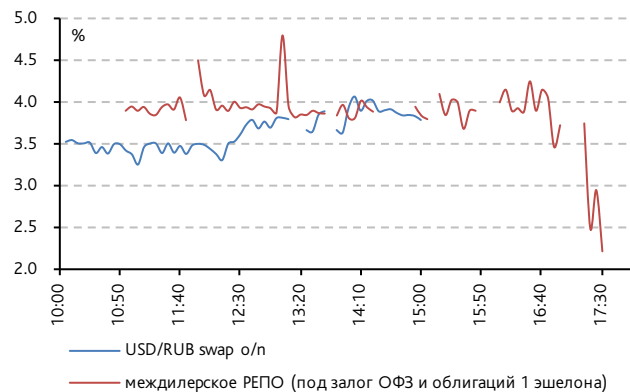
Сегодня последний день, когда для рубля будет еще актуальна поддержка со стороны продаж валюты экспортерами под завершение налоговых выплат. Некоторый позитив приносит небольшой рост цен на нефть, который был зафиксирован уже после закрытия локальных валютных торгов, однако воздействие этого фактора на настроения игроков будет ограниченным, поскольку сегодня с утра нефть корректируется вниз.

Мария Помельникова
+7 495 789-35-94
maria.pomelnikova@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday





Кредитные комментарии

Русал: одобрение синдицированного кредита не должно резко вернуть компанию к агрессивному финансовому менеджменту; рублевые бумаги все еще привлекательны

В пятницу UC Rusal известил рынок о том, что согласовал получение предэкспортного синдицированного кредита на USD4.75 млрд. от ряда международных банков сроком на 5 лет. Выплаты по нему будут производиться ежеквартально равными траншами, начиная с 15-го месяца после выдачи. Ставка привязана к LIBOR, премия будет зависеть от долговой нагрузки компании («Чистый долг/EBITDA»):

- Если более 4.0х, то она составит 2.85% годовых
- От 3.5х до 4.0х – 2.60%
- От 3.0х до 3.5х – 2.35%
- От 2.5х до 3.0х – 2.10%
- Ниже 2.5х – 1.75%.

Сейчас она, по данным самого Русала, находится между 3.0х и 3.5х. Средства будут направлены на погашение задолженности перед международными банками, ОНЭКСИМом, а также частично – перед Сбербанком, Газпромбанком, ВТБ. К осени Русал планирует окончательно рефинансировать все свои «старые» долги и возобновить выплату дивидендов.

КОММЕНТАРИЙ

Несмотря на кажущуюся позитивность новости для компании в целом, мы по-прежнему озабочены судьбой кредиторов после того, как Русал выйдет из-под ограничений IOA (Соглашение о реструктуризации). В последнее время все чаще появляются новости о том, что компания Олега Дерипаски может вернуться к докризисной агрессивной стратегии развития (включая планы по инвестпрограмме и дивидендам).

Примечательно, что с привлечением данного займа Русал рефинансирует львиную долю всего долга, на который действуют ограничения IOA. По нашим оценкам, оставшаяся нерофинансированная часть финансового долга составит менее USD1 млрд. Во второй половине года для этого, скорее всего, будет выпущен евробонд.

Впрочем, на наш взгляд, с точки зрения кредитного качества Русала, важнее не то, какой форме будут выделены средства, а будет ли воля у акционеров компании придерживаться строгой финансовой дисциплины. Несмотря на некоторые планы, высказанные ранее руководством, мы считаем, что стратегия на снижение леввериджа по-прежнему будет в силе, и в дальнейшем кредитные метрики Русала будут улучшаться.

В дальнейшем мы ожидаем присвоения компании довольно высокого рейтинга, в связи с чем рублевые облигации **Русал Братск-7, 8** могут снизиться в терминах доходностей. Мы считаем возможной такую перспективу в течение ближайших 1-2 лет, по мере зарабатывания компанией довольно высоких уровней денежных потоков.

Сергей Гончаров

+7 495 786-23-48

sergey.goncharov@trust.ru

Русал	NR/ NR / NR
МСФО, 1К 2011 г.	
Выручка, USD млрд.	3.0
EBITDA margin	25%
Долг/EBITDA	4.1

Аэрофлот: возможность продажи контрольного пакета государством несет в себе риски

Вчера Алексей Кудрин заявил, что Аэрофлот может войти в обновленный список приватизации на период 3-5 лет.

КОММЕНТАРИЙ

Новость о возможной продаже контроля государством в Аэрофлоте негативна для последнего. Напомним, что ранее уже неоднократно делались подобные заявления, однако нарастающая частота использования высокопоставленными чиновниками слова «приватизация» увеличивает вероятность этого события. Вполне вероятно, что этот процесс не обойдет и крупнейшую отечественную авиакомпанию.

На наш взгляд, актуальнее не сама возможность приватизации и ее сроки, а насколько тесными останутся после этого связи государства со своим «национальным чемпионом» в авиаперевозках. Fitch оценивает эту связь в одну ступень рейтинга, что, как минимум, означает техническую просадку бумаг на этом факторе. Однако у нас вызывает беспокойство также ряд операционных факторов. Под риск попадают роялти за транссибирские перелеты иностранных компаний, возможность получать существенные скидки от Boeing, преимущественное право на многие популярные направления.

Безусловно, все обозначенные факторы трудно измерить в конкретных цифрах (кроме недавно озвученных роялти на уровне USD200 млн. в год). Тем не менее, однозначно можно сказать, что 50 бп премии к кривой РЖД – заниженное значение для представителя столь волатильного сегмента как авиаперевозки. Для нас более справедливым в текущих условиях выглядит уровень 100-120 бп. Более того, если ранее рынком игнорировался ряд факторов, отмечаемых нами, то с появлением более конкретной информации о приватизации (то есть не в самой близкой перспективе), инвесторы могут обратить на это внимание и начать продавать бумаги.

Сергей Гончаров

+7 495 786-23-48

sergey.goncharov@trust.ru

Аэрофлот	NR/NR/BV+
----------	-----------

МСФО, 2010 г.

Выручка, USD млрд.	4.3
EBITDA margin	16%
Долг/EBITDA	3.0

Транскапиталбанк планирует увеличить капитал на RUB2 млрд.; позитивно для банка; реакция в облигациях ограничена их невысокой ликвидностью

По данным Интерфакс, Транскапиталбанк планирует провести допэмиссию акций на сумму RUB2 млрд. Наряду с текущими собственниками банка покупателем RUB1.2 млрд. бумаг выступит IFC, который станет владельцем 7.7% акций.

КОММЕНТАРИЙ

Мы позитивно оцениваем новость как с позиции вливания средств в капитал банка, так и вхождения в структуру собственников IFC.

Вливание средств в капитал обусловит рост уровня достаточности капитала и обеспечит потенциал для дальнейшего роста кредитов (+31% до RUB75.8 млрд.). Так, согласно данным Moody's, уровень достаточности капитала составил 15.8% по итогам 2010. По нашим оценкам, допэмиссия акций позволит нарастить объем собственных средств более чем на 20%, судя по данным РСБУ за 5 месяцев 2011.

Вхождение IFC в структуру собственников обуславливает укрепление сотрудничества с международными организациями. Так, уже объявлены намерения IFC выделить RUB0.5 млрд. на финансирование целевых кредитных проектов. Напомним, что Транскапиталбанк также активно сотрудничает с ЕБРР и DEG: их совокупная доля в структуре собственников составит после допэмиссии 37.7%.

Мы нейтрально относимся к бондам банка, которые не отличаются высокой ликвидностью как на внутреннем, так и внешнем рынке. Поэтому, едва ли последует позитивная реакция котировок на новость.

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru

Транскапиталбанк	Moody's: B1
------------------	-------------

МСФО 2010

ЧП, RUB млрд.	1.4
Кредиты, RUB млрд.	47
NPLs	7.0%

Верофарм (NR) планирует построить новый завод; инвестиционная программа материнской Аптечной сети 36.6 вырастет еще больше; облигации Аптек 36.6 оценены справедливо

По данным Ведомостей, подконтрольный Аптечной сети 36.6 Вeroфарм планирует построить в Воронежской области новый завод, сертифицированный по международным стандартам GMP.

КОММЕНТАРИЙ

Строительство нового завода связано с необходимостью постепенного перехода российских фармпроизводителей на международные стандарты GMP. Окончательно этот переход должен завершиться до 2014 г., поэтому стремление Вeroфарма заранее обеспечить себя современным производством выглядит стратегически обоснованным. Кроме того, модернизация старых производств (сейчас у Вeroфарма всего 3 завода, 2 из которых не прошли сертификацию GMP) может обойтись даже дороже, чем строительство нового завода с нуля.

Совокупные инвестиции в проект составят около RUB2 млрд. в ближайшие 2-3 года. По заявлению пресс-службы Аптечной сети 36.6, строительство планируется завершить уже в 2013 г. Финансирование проекта будет осуществляться не только из собственных средств, но и за счет привлечения нового долга, и именно здесь кроются дополнительные риски для материнской компании.

Вeroфарм вносит основную часть (около 70% по итогам 2010 г.) в консолидированную EBITDA Аптечной сети 36.6, а также обеспечивает всю компанию стабильными денежными потоками, что при умеренных инвестиционных аппетитах в предыдущие годы помогало всей компании обслуживать публичный долг. Новый проект потребует кратного увеличения капитальных затрат (около RUB170 млн. в 2010 г.), что во-первых, уменьшит способность всей компании обслуживать существующий долг; а во-вторых, потребует привлечения нового долга на уровне Вeroфарма или его материнской компании. Напомним также, что сама Аптечная сеть 36.6 нацелена на активную экспансию в розничном сегменте (см. «Навигатор долгового рынка» от 21.06.2011), что потребует от нее расходов в размере более RUB400 млн. ежегодно.

Одновременная экспансия в розничном и производственном сегментах бизнеса приведет к существенному снижению денежного потока, который только в 4К 2010 г. вышел на положительную территорию. На фоне очень высокой стоимости обслуживания долга для Аптечной сети 36.6 подобная стратегия выглядит слишком рискованной. (В 2010 г. компания потратила на выплату процентов около RUB1.2 млрд., при консолидированной EBITDA около RUB1.7 млрд.).

Рублевые облигации Аптечной сети 36.6 предлагают доходность около 20% и погашаются в июле 2012 г. На наш взгляд, кредитные средства Сбербанка должны помочь компании успешно погасить публичный долг. Однако если инвестиционная программа будет форсирована, Аптечной сети 36.6 может понадобиться рефинансирование публичного долга, а на публичной рынке при нынешнем финансовом состоянии и факте реструктуризации в прошлом компания этого сделать не сможет.

Дмитрий Турмышев
+7 495 647-28-89
dmitry.turmyshev@trust.ru

Аптечная сеть 36.6	NR
МСФО 2010	
Выручка, RUB млрд.	20.4
EBITDA margin, %	8.5%
Долг/EBITDA	5.4

Дирекция анализа долговых рынков

research.debtmarkets@trust.ru
+7 (495) 789-36-09

Дирекция финансовых рынков

sales@trust.ru
+7 (495) 647-25-92

Руководитель дирекции

Леонид Игнатьев
+7 (495) 647-23-60
leonid.ignatiev@trust.ru

Руководитель дирекции

Дмитрий Игумнов
+7 (495) 647-25-98
dmitry.igumnov@trust.ru

Макроэкономика и стратегия

Роман Дзугаев
+7 (495) 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Мария Помельникова
+7 (495) 789-35-94
maria.pomelnikova@trust.ru

Алексей Тодоров
+7 (495) 647-23-62
aleksey.todorov@trust.ru

Торговые операции

Андрей Труфакин
+7 (495) 789-60-58
andrey.trufakin@trust.ru

Кирилл Коваленко
+7 (495) 647-25-97
kirill.kovalenko@trust.ru

Клиентские продажи

Александр Хлопецкий
+7 (495) 647-28-39
aleksandr.khlopetsky@trust.ru

Олеся Курбатова
+7 (495) 647-25-90
olesya.kurbatova@trust.ru

Артем Петросьян
+7 (495) 647-25-67
petrosyan.artem@trust.ru

Яна Шнайдер
+7 (495) 647-25-74
yana.shnayder@trust.ru

Кредитный анализ

Сергей Гончаров
+7 (495) 786-23-48
sergey.goncharov@trust.ru

Юлия Сафарбакова
+7 (495) 647-23-59
yulia.safarbakova@trust.ru

Дмитрий Турмышев
+7 (495) 647-25-89
dmitry.turmyshhev@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 намереваться 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 Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают 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 являющимися частными инвесторами.

Каждый аналитик Дирекции анализа экономики и финансовых 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, выраженным 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 Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.