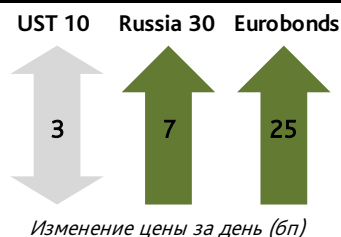


Навигатор долгового рынка

Глобальные рынки и еврооблигации

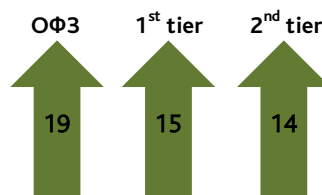
- Ⓜ **ЕЦБ** ожидаемо повысил ставки; регулятор сообщил о готовности продолжать принимать гособлигации **Португалии** в качестве обеспечения по операциям рефинансирования с **ЕЦБ**
- Ⓜ **Fitch** может понизить рейтинги 60% госкомпаний в случае масштабной приватизации; видим угрозу для бумаг **Совкомфлота** и **Алросы**
- Ⓜ Итоги торгов по еврооблигациям: сильные данные по **США** и дорогая нефть вызвали рост котировок; в лидерах роста – бумаги **Банка Москвы**
- Ⓜ Российские евробонды: ждем позитивного открытия на дорогой нефти; активность будет невысокой – рынок ждет отчет **Минтруда США**
- Ⓜ Министр финансов РФ считает, что у **России** есть шансы для повышения рейтингов
- Ⓜ Парламент **Украины** принял пенсионную реформу; Киев теперь может рассчитывать на получение кредитных траншей от **МВФ**
- Ⓜ **Украина** продолжает переговоры о возможности выпуска рублевых облигаций; заем в ближайшее время не планируется из-за неблагоприятного внешнего фона



Изменение цены за день (бп)

Рублевые облигации и денежный рынок

- Ⓜ Покупки в **ОФЗ** и выпусках первого эшелона сохраняются; драйвером роста цен госбумаг по-прежнему видим, прежде всего, заверение ЦБ в сохранении ставок в ближайшие месяцы
- Ⓜ **Газпромбанк** вчера начал маркетинг нового выпуска облигаций; предложенные ориентиры выглядят привлекательно
- Ⓜ Ликвидность и ставки на месте; первая половина следующей недели – до начала налогового периода – видимо, еще побалуует низкими ставками **money market**
- Ⓜ **Инг Банк (Евразия)** разместит RUB5 млрд. 3-летних облигаций с плавающим купоном в ходе аукциона 15 июля 2011; индикативная премия к MosPrime 3M составляет 75-100 бп, что предполагает премию к ОФЗ в 40-60 бп, учитывая доходность свопов; бумаги могут быть интересными в качестве защитного инструмента

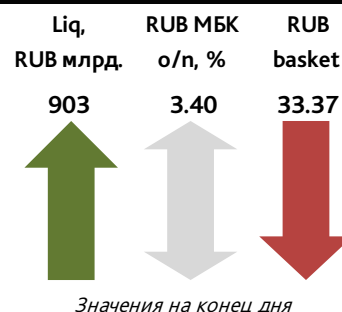


Изменение цены за день (бп)

Кредитные комментарии

- Ⓜ **Газпром** договаривается об авансе от Китая по поставкам газа на USD40 млрд.; негатив от роста долга может быть компенсирован перспективой роста бизнеса; в то же время есть риск по дальнейшим спорам между сторонами
- Ⓜ **Банк Москвы** должен довести резервы до RUB250 млрд. уже к концу июля; возникают чисто технические вопросы; несмотря на одобрение плана санации со стороны АСВ, агентство активно призывает **ВТБ** и **Бородину** к переговорам
- Ⓜ **Аптечная сеть 36.6** опубликовала отчетность по МСФО за 1К 2011; долг вырос, а операционный поток снова вернулся на отрицательную территорию
- Ⓜ **Газпром** и **Ренова** подписали меморандум о взаимопонимании и дали старт объединению энергоактивов Газпром энергохолдинга и КЭС-Холдинга; позитивно для облигаций **ТГК-5**, **ТГК-6** и **ТГК-9**

Индикаторы FX/MM



Значения на конец дня

Последние обзоры

- 7 июля Стратегия долговых рынков - июль 2011 г.
- 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

Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

8 июля	МВФ примет решение о выделении своей доли транша для Греции
16.30 МСК	Отчет Минтруда США по безработице за июнь
18.00 МСК	Запасы на оптовых складах в США за май

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▼	176	-7
UST10	◄►	3.15	+0.03
Russia 30 - UST 10	▼	125	-4
EUR/USD	▲	1.4359	+0.3%
Oil (Brent)	▲	118.1	+3.5%
VIX	▼	15.95	-0.39

ЕЦБ ожидаемо повысил ставки; регулятор сообщил о готовности продолжать принимать гособлигации Португалии в качестве обеспечения по операциям рефинансирования с ЕЦБ

Вчера на очередном заседании ЕЦБ во второй раз в текущем году принял решение о повышении ставок на 25 бп. Собственно, сигналов от регулятора, указывающих на предстоящее повышение, было предостаточно. Ставка Main refinancing operations, являющаяся фиксированной ставкой предоставления ликвидности банкам на семь дней и рассматриваемая рынками как ключевая ставка ЕЦБ, на сей день составляет 1.50%. Фиксированная ставка по кредитам овернайт с ЕЦБ (marginal lending facility), которая служит верхней планкой для уровня ставок на рынке МБК, повышена до 2.25%. В свою очередь ставка размещения депозитов в ЕЦБ на условиях овернайт (deposit facility), являющаяся для рынка ориентиром минимально возможного уровня ставок, повышена до 0.75%.

Интересных подробностей в пресс-релизе по итогам заседания не было. Вместе с тем мы обратили внимание на решение ЕЦБ в отношении госбумаг Португалии отказаться от применения общих требований к активам, выступающим обеспечением по операциям рефинансирования в ЕЦБ. Ранее аналогичное решение было принято в отношении облигаций Греции и Ирландии. Дело в том, что стандартные требования ЕЦБ не позволяют принимать данные бумаги в качестве обеспечения из-за низких уровней рейтингов. Однако, частным решением регулятор может допускать их использование в вышеназванном статусе – такое решение в отношении бумаг Португалии вчера и было принято.

ТАБЛИЦА. ТРЕБОВАНИЯ ЕЦБ К ДОЛГОСРОЧНЫМ РЕЙТИНГАМ АКТИВОВ, ВЫСТУПАЮЩИХ ОБЕСПЕЧЕНИЕМ В РАМКАХ ОПЕРАЦИЙ РЕГУЛЯТОРА НА ОТКРЫТОМ РЫНКЕ

	Степень кредитного качества		
	1	2	3
Moody's	Aaa/Aa1/Aa2/Aa3	A1/A2/A3	Baa1/Baa2/Baa3
Standard & Poor's	AAA/AA+/AA/AA-	A+/A/A-	BBB+/BBB/BBB-
Fitch	AAA/AA+/AA/AA-	A+/A/A-	BBB+/BBB/BBB-

Источник: The implementation of monetary policy in the euro area. General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures

Степени кредитного качества определяют, по мнению ЕЦБ, вероятность дефолта эмитента на горизонте в один год. Так, первая степень предполагает нулевую вероятность наступления дефолта эмитента в течение одного года, вторая степень – 10%, третья – 40%. Недавнее решение Moody's о снижении суверенного рейтинга Португалии с Baa1 до Ba2 не позволило суверенным выпускам страны более соответствовать даже третьей степени кредитного качества.

Fitch может понизить рейтинги 60% госкомпаний в случае масштабной приватизации; видим угрозу для бумаг Совкомфлота (Baa3/BBB-/BBB-) и Алросы (Ba3/BB-/BB-)

В среду агентство Fitch представило комментарий по вопросу влияния приватизации госкомпаний в России на их рейтинги. По мнению экспертов организации, ослабление поддержки со стороны государства и снижение доли госсобственности в компаниях до менее 50% может привести к негативным рейтинговым действиям в отношении более половины рейтингуемых агентством госкомпаний.

Напомним, президент России Д. Медведев недавно дал поручение правительству и лично премьер-министру В. Путину в 2012-2015 гг. провести уменьшение доли государства в крупных компаниях до уровня менее контрольного пакета акций, а в ряде случаев – отказаться от владения пакетами акций, за исключением инфраструктурных монополий и предприятий, обеспечивающих безопасность государства. Как ожидается, обновленный список компаний на продажу будет подготовлен к 1 августа.

С точки зрения корпоративного сектора рынка еврооблигаций данное заявление Fitch имеет самую существенную угрозу для Совкомфлота, бумаги которого в случае сокращения госдоли до менее 50% могут переместиться в неинвестиционную категорию. В настоящий момент рейтинг компании по версии Fitch находится на уровне «BBB-» со «стабильным» прогнозом, однако самостоятельная кредитоспособность оценивается агентством на уровне «BB+». Отметим, что согласно недавним заявлениям первого вице-премьера И. Шувалова, приватизация Совкомфлота может быть проведена либо осенью текущего года (вместе с продажей части госдолга в Сбербанке) либо перенесена на 2012 г.

Еще одним российским эмитентом, способным «пострадать» от приватизации, является Алроса – ее рейтинг может быть снижен до «B+» с текущего «BB-», что также приведет к смене компанией рейтинговой категории (из спекулятивной в высокоспекулятивную). Тем не менее мы бы хотели обратить внимание на то, что такие эмитенты евробондов, как Газпром, РЖД и РусГидро, по версии Fitch, скорее всего, сохраняют текущие рейтинги даже после частичной приватизации благодаря высоким показателям самостоятельной кредитоспособности.

Итоги торгов по еврооблигациям: сильные данные по США и дорогая нефть вызвали рост котировок; в лидерах роста – бумаги Банка Москвы

Российский рынок еврооблигаций в четверг продемонстрировал преимущественно положительную динамику по итогам торгов на фоне благоприятных данных по рынку труда США, которые вывели цены на нефть в солидный плюс. Тем не менее активность участников рынка продолжает оставаться подавленной: вероятно, в связи с ожиданиями публикации июньского отчета Минтруда США по занятости.

Из нефтегазовых компаний небольшим спросом пользовался выпуск **Novatek 21**, прибавивший по итогам торгов чуть менее 10 бп. В то же время, в длинных бумагах ТНК-ВР наблюдалось снижение котировок в пределах 15 бп. Во втором эшелоне дружный рост стоимости продемонстрировали долгосрочные евробонды Вымпелкома, прибавившие 15-40 бп. В плюсе по итогам четверга оказались также бумаги **Evrax 18N** (+10 бп) и **Koks 16** (+15 бп). Небольшая просадка была отмечена в выпуске **SeverStal 17** (-10 бп), что, возможно, связано с вновь озвученными накануне планами по проведению 8-11 июля road show евробондов. Лидером по приросту котировок по праву можно признать Банк Москвы – его евробонды подорожали на 60-130 бп. Торги по **RussAgrBank 21** и **SberBank 21** также завершились ростом котировок в среднем на 15 бп.

Участники рынка не обошли вниманием и российские суверенные выпуски. Так, индикативный евробонд **Russia 30** подрос почти на 10 бп до 117.94% от номинала. Спред **Russia 30-UST10** полностью устранил наблюдавшееся в среду расширение и вернулся на уровень 125 бп.

Российский долговой рынок: ждем позитивного открытия на дорогой нефти; активность будет невысокой – рынок ждет отчет Минтруда США

Внешний фон пятницы складывается достаточно благоприятно для российского долгового рынка. Основным фактором, способным оказать поддержку настроениям инвесторов снова выступают повысившиеся цены на нефть – баррель Brent за сутки подорожал примерно на USD4 и с утра в пятницу стоит около USD118. Поводом для повышения спроса на «черное золото» послужили сильные данные по безработице в частном секторе экономики США, опубликованные накануне (рост числа занятых в два раза превысил прогноз). Инвесторы в Азии в пятницу отыгрывают статистику по США – фондовые индексы региона находятся в зеленой зоне. Фьючерс на американский S&P 500 торгуется в незначительном минусе (-0.1%).

Мы рассчитываем увидеть рост котировок на открытии торгов в пятницу, однако, не ждем высокой активности на рынке – участники предпочтут занять выжидательную позицию перед публикацией отчета Минтруда США по занятости за июнь, который может как подтвердить, так и опровергнуть версию об «анемичности» роста крупнейшей в мире экономики.

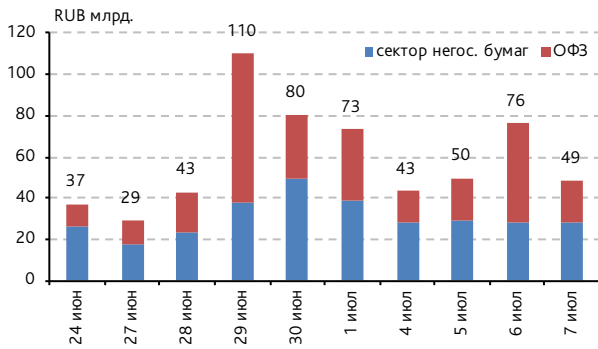
Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

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



Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	11.5%
от 1 до 1.5 лет	12.9%
от 1.5 до 2 лет	8.8%
от 2 до 3 лет	10.6%
от 3 до 5 лет	36.8%
> 5 лет	19.4%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

короткие ОФЗ	1.5	◄►	5.30%
средние ОФЗ	4.7	▼	7.44%
длинные ОФЗ	11.0	◄►	8.08%
корпоративные	1.9	▲	7.89%
1-й эшелон	2.4	◄►	6.54%
2-й эшелон	1.8	▲	7.02%

по соответствующим ценовым индексам TRI (Trust Ruble Index)

Покупки в ОФЗ и выпусках первого эшелона сохраняются; драйвером роста цен госбумаг по-прежнему видим, прежде всего, заверение ЦБ в сохранении ставок в ближайшие месяцы

В четверг сохранились сильные покупки в сегменте ОФЗ, обороты в котором остаются в последние дни весьма высокими. Наибольшая активность отмечалась в 7-летнем ОФЗ 26204 (+27 бп по средневзвешенной цене) и 6-летнем ОФЗ 26206 (+21 бп).

В корпоративных выпусках первого эшелона продолжились покупки в ФСК ЕЭС-11 (+18 бп по средневзвешенной цене) и бумагах РусГидро (+16-23 бп). Во втором эшелоне на фоне общих покупок на рынке выделялись продажи в Вымпелком-Инвест-7 (-16 бп по цене).

Газпромбанк (ВааЗ/ВВ/NR) вчера начал маркетинг нового выпуска облигаций; предложенные ориентиры выглядят привлекательно

Вчера Газпромбанк открыл книгу заявок инвесторов на приобретение нового выпуска облигаций серии БО-2 на сумму RUB10 млрд. Ориентир по купону озвучен в диапазоне 6.9-7.1%, что предполагает YTP 7.02-7.23% к оферте через 2 года. Инвесторы смогут принять участие в размещении до 14 июля 2011, а техническое размещение состоится 18 июля.

Предложенные параметры обеспечивают премию к кривой ОФЗ около 120-140 бп, что, на наш взгляд, выглядит привлекательно. Мы полагаем, что банку вполне по силам разместить бумаги и по нижней границе ориентиров, судя по доходности чуть более длинного Газпромбанк БО-1 (YTM 7.19% к погашению через 2.5 года), который торгуется с премией в 110-120 бп к суверенной кривой.

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

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



Денежный рынок

События денежного рынка

13 июл	Аукцион ОФЗ 26205 на RUB30 млрд. (расчеты в день аукциона)
14 июл	Аукцион ОБР-20 на RUB500 млрд. (расчеты на след. день)
15 июл	Уплата страховых взносов во внебюджетные фонды (до RUB250 млрд.)
20 июл	Аукцион ОФЗ 25079 на RUB25 млрд. (расчеты в день аукциона)
20 июл	Уплата 1/3 НДС за 2К 2011
25 июл	Уплата акцизов и НДС за июнь

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	3.50/4.00	3.25	3.75	3.35/3.60
2-й круг	3.75/4.25	3.40	4.00	3.50/4.00

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
3.50-4.00	3.65-3.75	3.30-3.50

Ликвидность и ставки на месте; первая половина следующей недели - до начала налогового периода - видимо, еще побалуует низкими ставками money market

Объем чистой ликвидной позиции по итогам четверга практически не изменился, составив RUB903.1 млрд. (+RUB1.9 млрд. к среде). Движение в корсчетах и депозитах также было несущественным: объем депозитов в ЦБ уменьшился на RUB1.6 млрд. до RUB817.2 млрд., корсчета уменьшились менее чем на RUB1 млрд. до RUB582.4 млрд.

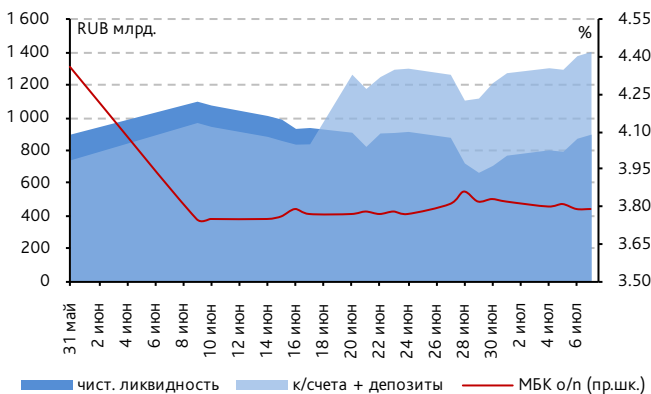
Ставки money market по итогам четверга несколько подросли в терминах привлечения средств через междилерское РЕПО. Если под залог ОФЗ оно осталось на уровне среды (4.11% в терминах однодневного срока), то под залог 1-го эшелона выросло на 3 бп до 3.95%, что едва ли можно назвать существенным движением.

На следующей неделе начинается период налоговых платежей: в пятницу 15 июля уплачиваются страховые взносы. Первую же половину следующей недели рынок еще может рассчитывать на низкие уровни ставок денежного рынка (близкие к текущим).

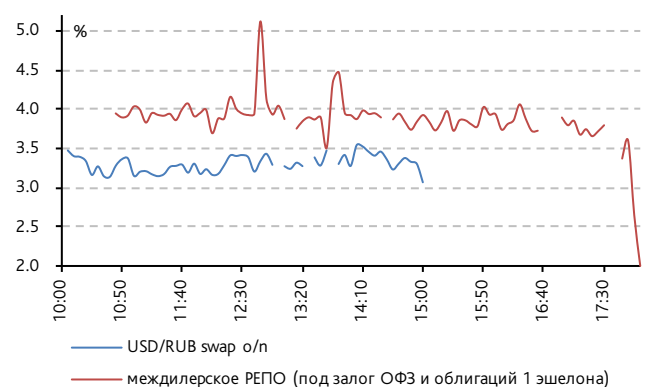


Роман Дзугаев
 +7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Кредитные комментарии

Газпром договаривается об авансе от Китая по поставкам газа на USD40 млрд.; негатив от роста долга может быть компенсирован перспективой роста бизнеса; в то же время есть риск по дальнейшим спорам между сторонами

Как пишут сегодняшние Ведомости, Газпром планирует получить аванс от китайской госкомпании CNPC в счет будущих поставок газа. Основная упоминаемая цифра – USD40 млрд., которые Газпром получит в 2012-2015 гг. Погашение же должно осуществляться в течение 30 лет равными платежами начиная с момента поставок газа (ожидается в 2015-2016 гг.). Аналогом процентов по данному кредиту-авансу будет служить дисконт по цене в таком размере, чтобы доходность аванса составляла 6%. По словам источников газеты, китайскую сторону такая схема не устраивает, страна больше склоняется к стандартному кредиту, так как он предоставляет большие юридические гарантии.

В целом этот шаг является очередной попыткой России и Китая договориться о долгосрочном контракте на поставку газа. Для этого необходимо построить газопровод Алтай (последняя официальная оценка – USD13 млрд. – сделана в 2006 г.), а также начать разрабатывать месторождения газа ближе к китайской границе (например, Ковыкту, недавно приобретенную газовым монополистом).

КОММЕНТАРИЙ

Несмотря на то, что для Газпрома данная новость означает практически двукратный рост долга (даже если это будет не кредит, а «аванс», мы склонны рассматривать его как долговой инструмент), мы считаем, ее скорее позитивной для российского концерна по следующим причинам:

- Получение средств в ближайшие годы позволит покрыть существенные затраты и на газопровод, и на разработку месторождений.
- Средства будут выбираться в течение нескольких лет, а потому не приведут к единовременному росту леввериджа.
- Концентрация на европейских покупателях уже давно является проблемой для Газпрома, который ищет альтернативные направления. Диверсификация позволит не только меньше зависеть от европейских потребителей, но и нарастить объем бизнеса.
- Если пронаблюдать за финансовым состоянием Транснефти и Роснефти, которые также получили схожие кредиты от китайской стороны (на USD10 млрд. и USD15 млрд. соответственно), то можно обнаружить, что госкомпании чувствуют себя вполне комфортно. Кредиты составляют не менее половины их долговых портфелей, а показатель «ЕБИТДА/Процентные платежи» находится на очень высоком уровне.

В то же время данная сделка несет в себе и риски фундаментального характера. Китай, играющий существенную роль на мировом рынке топливных ресурсов, занимает довольно жесткую позицию по контрактным ценам. Уже недавно это проявилось довольно остро, когда Пекин пытался получить более выгодные условия по уже заключенным контрактам с Транснефтью и Роснефтью и даже задерживал платежи. Не исключаем, что и Газпрому придется не раз обсуждать условия контрактов, в том числе и с привлечением правительственных чиновников.

Мы считаем, что евробонды Газпрома вряд ли быстро отреагируют на новость. Скорее возможна реакция по появлению новых, более точных подробностей. В случае если информация подтвердится, мы ожидаем неоднозначной реакции рынка. Учитывая уже довольно узкие спреды к суверенной кривой, потолок для роста бумаг невелик, потому не исключаем, что негатив в настроениях инвесторов от новости может и перевесить.



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

Газпром	Ваа1/BBB/BBB
<i>МСФО, 2010 г.</i>	
Выручка, RUB млрд.	118
ЕБИТDA margin	39%
Долг/ЕБИТDA	0.9

Банк Москвы должен довести резервы до RUB250 млрд. уже к концу июля; возникают чисто технические вопросы; несмотря на одобрение плана санации со стороны АСВ, агентство активно призывает ВТБ и Бородина к переговорам

КОММЕНТАРИЙ

Неудивительно, что тема Банка Москвы остается на повестке дня. Вчера новостной фон вокруг санируемой кредитной организации задавали глава ВТБ24 Михаил Задорнов, новый глава Банка Москвы Михаил Кузовлев и замглавы АСВ Валерий Мирошников.

Если говорить коротко, то первый заявил о том, что с начала года резервы БМ по кредитам были увеличены на RUB90 млрд. до RUB130 млрд. на начало июля; за 6М 2011 г. общее начисление резервов превысило RUB101 млрд., причем RUB51 млрд. начисления относятся к кредитам, связанным с топ-менеджментом.

Задорнов сказал, что общий объем проблемных ссуд в БМ достигает RUB250 млрд., а необеспеченная часть портфеля составляет примерно RUB150 млрд. Резерв в размере 100% под все проблемные ссуды необходим. Причем Банк Москвы уже до конца июля должен довести резервы до RUB250 млрд. под портфель проблемных ссуд, аффилированных с экс-менеджерами.

Наконец, представитель АСВ в интервью [Известиям](#) сконцентрировался на том, что ВТБ и бывшему топ-менеджменту БМ крайне необходимо вернуться к переговорному процессу, чтобы заставить кредиты связанным и аффилированным сторонам работать. Причем АСВ готова стать посредником в переговорах.

Все эти новости наводят нас на следующие размышления:

- АСВ признает сложность ситуации и, вероятно, не слишком заинтересовано давать деньги без отсутствия процесса по трансформации «токсичных» кредитов в работающие.
- Процесс «детоксикации» кредитов исключительно сильно затруднен. На текущем этапе мы мало представляем себе возобновление переговорного процесса бывших топ-менеджеров БМ с ВТБ.
- Все описываемые меры упираются в горизонт «до конца июля». Насколько мы понимаем, полное начисление 100%-ых резервов по всей порции выделяемых проблемных кредитов в RUB250 млрд. без инъекции ВТБ в капитал невозможно без превышения ключевых нормативов, грозящих не только нарушением ковенантов по евробондам, но и банально – отзывом лицензии у БМ. В то же время ВТБ намеревался предоставить RUB100 млрд. в капитал постепенно в течение 2011-2012 гг.
- Мы исходим из того, что формальное доведение до 75% акций в БМ для ВТБ затруднено кольцевой структурой стоимости ССГ-БМ. Напомним, что ВТБ владеет лишь блоком пакетом ССГ, в то время как у последней – 17% акций Банка Москвы. То есть в настоящее время этот пакет ВТБ консолидировать не может. Достичь контроля позволит только покупка акций Сулеймана Керимова и Игоря Юсуфова. На эти операции у ВТБ остается фактически 20 дней.
- Учитывая, что ранее ВТБ и БМ заявляли о полном отображении резервов в МСФО уже за 2010 г., мы ожидаем увидеть крайне плохие цифры и раздел «события после отчетной даты», который очень сильно расстроит инвесторов.
- Пока нам не очень понятно, как будет увязано отражение полной суммы резервов в отчетности за 2010 г. при условии, что RUB295 млрд. еще не получены. И даже если они будут получены, то могут фигурировать только в «событиях после отчетной даты», но не в балансе.
- Вопрос досрочного выкупа еврооблигаций по факту нарушения ковенантов как у Банка Москвы, так и у ВТБ остается открытым и требующим не столько «официально-бумажного» подхода от всех сторон, сколько огромной эмоциональной составляющей.

Мы повторяем наше мнение, что высокая степень неопределенности вокруг БМ вынуждает нас не рекомендовать его бонды к покупке.



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

Аптечная сеть 36.6 опубликовала отчетность по МСФО за 1К 2011; долг вырос, а операционный поток снова вернулся на отрицательную территорию

Аптечная сеть 36.6 NR

МСФО, 1К 2011

Выручка, RUB млрд.	5.3
ЕБИТDA margin	8.4%
Долг/ЕБИТDA	4.9

КОММЕНТАРИЙ

Динамика операционных показателей Аптек 36.6 была отражена в отчете по предварительным итогам деятельности, опубликованном более месяца назад. В годовом выражении результаты компании продемонстрировали уверенное улучшение: при росте выручки на 17%, ЕБИТDA увеличилась более чем в 2 раза, что позитивно отразилось на консолидированной рентабельности компании. В квартальном выражении операционные показатели оказались не столь впечатляющими, показав снижение по всем основным статьям.

Наибольшее опасение вызывает динамика операционного денежного потока Аптечной сети 36.6. Если в 4К 2010 г. компании впервые за несколько кварталов удалось сгенерировать положительный чистый операционный денежный поток в размере около RUB200 млн., то в 1К 2011 г. этот показатель снова вернулся на отрицательную территорию. Это происходит в частности и из-за высокой стоимости обслуживания долга.

Напомним (см. «Навигатор долгового рынка» от 21.06.2011), что Аптечная сеть 36.6 планирует в 2012 г. начать активную экспансию в розничном сегменте. По заявлению менеджмента, компания готова тратить до RUB400 млн. в год на открытие новых аптек, покрывая капитальные затраты из собственных средств. Мы уже обращали внимание на то, что подобные планы выглядят слишком амбициозно, а позитивная динамика операционного денежного потока могла оказаться неустойчивой. После публикации отчетности за 1К 2011 г. мы еще больше в этом убедились: если компания примет решение о расширении розничного сегмента и инвестировании в открытие новых магазинов хотя бы половины от заявленной суммы, ей не удастся избежать дальнейшего наращивания долга.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ АПТЕК 36.6

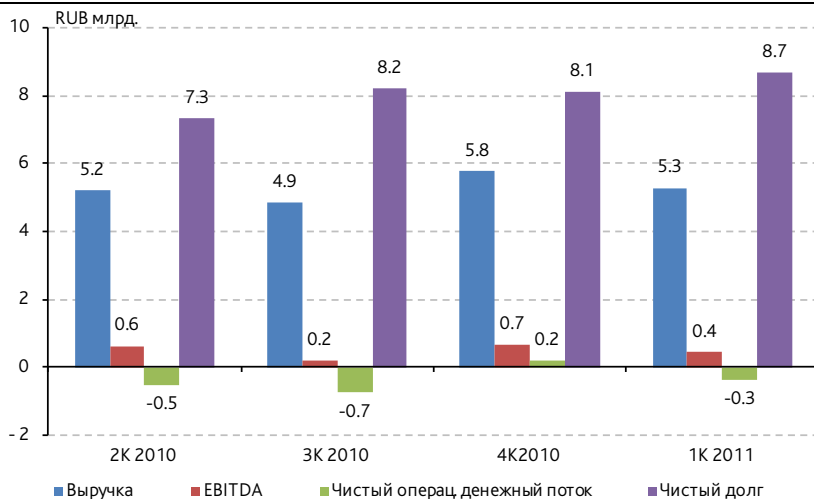
МСФО, RUB млрд.	1К 2010	2010	1К 2011	1К11/4К10	1К11/1К10
Выручка	4.5	20.4	5.3	-8%	17%
розничная сеть	3.4	14.2	3.7	-9%	9%
Верофарм	1.0	5.4	1.4	-5%	44%
ЕБИТDA	0.2	1.7	0.4	-35%	107%
Чистая прибыль	-0.1	-0.4	0.2		
Чистый операц. денежный поток	-0.9	-1.9	-0.3		
Капвложения и М&А	0.0	0.3	0.1	-68%	160%
Свободный денежный поток	-0.9	-2.2	-0.4		
Совокупный долг, в т.ч.	8.1	9.3	9.6	3%	18%
краткосрочный долг	3.7	3.6	6.5	83%	77%
Денежные средства и эквиваленты	0.6	1.2	0.9	-25%	48%
Активы	17.5	18.8	19.4	3%	11%
Показатели					
ЕБИТDA margin	5%	9%	8%		
ЕБИТDA/проценты, (x)	0.8	1.4	1.4		
Долг/ЕБИТDA*, (x)	6.0	5.4	4.9		
Чистый долг/ЕБИТDA*, (x)	5.5	4.7	4.4		
Долг/Собственный капитал, (x)	1.8	1.9	1.9		

* Значение ЕБИТDA за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Долговая нагрузка остается одной из самых важных проблем для компании: ЕБИТDA в 1К 2011 г. лишь в полтора раза превысила размер процентных выплат. Причем мы отмечаем, что Аптечная сеть 36.6 продолжает наращивать долг (+3% относительно конца 2010 г.). В ближайшем году компании также придется рефинансировать более 80% своего кредитного портфеля (RUB6.5 млрд.), а так как публичный рынок для компании будет де-факто закрыт, единственным источником денежных средств станет кредитная линия Сбербанка в размере RUB4.15 млрд., которую компания получила в начале июня 2011 г. Очевидно, что объема этой кредитной линии не хватит, чтобы рефинансировать весь краткосрочный долг, а учитывая, что самый ценный актив компании – контрольный пакет акций Верофарма – уже заложен Сбербанку, можно вполне ожидать, что стоимость заимствований для рефинансирования оставшейся части короткого долга может вырасти.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ АПТЕК 36.6



Источники: данные компании, НБ «Траст»

Рублевые облигации Аптечной сети 36.6 сейчас торгуются с доходностью около 15.75% годовых. На наш взгляд, такая ставка является минимально справедливой для компании со столь высокими кредитными рисками. Положительным моментом для держателей публичного долга служит лишь тот факт, что бумага имеет амортизационную структуру, и до начала активной фазы инвестиционной программы они уже будут погашены.



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

Дирекция анализа долговых рынков

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

Руководитель дирекции

Леонид Игнатьев
+7 495 647-23-60
leonid.ignatiev@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

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.turmyshev@trust.ru

Дирекция финансовых рынков

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

Руководитель дирекции

Дмитрий Игумнов
+7 495 647-25-98
dmitry.igumnov@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

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 Правиле 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 являющимся 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.