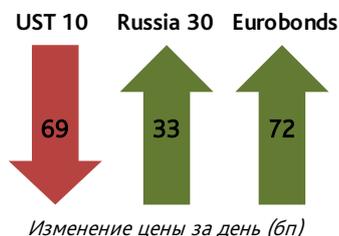


Навигатор долгового рынка

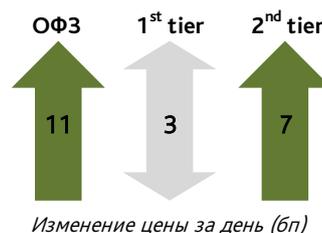
Глобальные рынки и еврооблигации

- 🕒 **США:** базовый CPI с 12-месячным лагом движется вслед за ISM Manufacturing, что дает основания ожидать замедления инфляции в течение большей части 2012 с соответствующим влиянием на длинные ставки; в настоящий момент считаем целесообразным занимать короткие позиции в американском долге
- 🕒 Российские евробонды начали 2012 неплохим ростом, но волатильность все еще высока; есть неплохие шансы сохранения повышенного спроса на риск в течение ближайшей недели; рекомендуем к покупке высоколиквидные долгосрочные выпуски
- 🕒 **Итоги торгов по еврооблигациям:** заметный рост котировок в выпусках Газпрома и металлургических компаний; суверенные евробонды Украины «выстрелили» на 2.5 п.п., Russia 30 прибавил 30 бп
- 🕒 **Открытие торгов по еврооблигациям:** рост на глобальных рынках продолжается; баррель Brent на уровне USD112; ждем небольшого роста котировок на открытии, низкой активности в течение дня



Рублевые облигации и денежный рынок

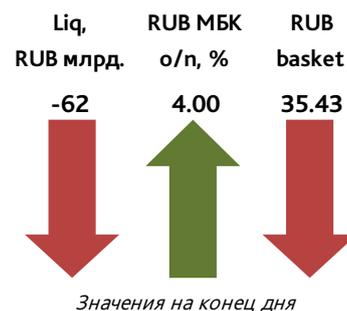
- 🕒 Четверг не принес сильных изменений в ценах ликвидных выпусков госбумаг; в ближайшие дни сохраняются предпосылки для умеренного ценового роста средних и длинных ОФЗ
- 🕒 **Евразийский Банк Развития** планирует разместить RUB5 млрд. облигаций; озвученные ориентиры предполагают премию к бумагам государственных банков
- 🕒 **Чистая ликвидная позиция** все глубже уходит в отрицательную область; на аукционе 1-дневного РЕПО с ЦБ произошел «недобор»; ВЭБ разместил RUB30 млрд. пенсионных накоплений по ставке 9.86%; денежный рынок практически не показывает никакой динамики



Кредитные комментарии

- 🕒 **Альфа-Банк** не будет исполнять колл-опцион по субординированным еврооблигациям с погашением в 2017 из-за экономической нецелесообразности и необходимости поддержания капитала; нейтрально смотрим на бумаги банка
- 🕒 **Аптеки 36.6** переходят на более выгодный для себя способ расчетов с основным поставщиком лекарств; ликвидная позиция несколько улучшится; риски дефолта по рублевым облигациям сокращаются
- 🕒 **Ситроникс** получил контракт от Ростелекома на сумму около RUB2 млрд.; контракт улучшит операционные показатели компании только в 1К 2012, но на кредитное качество Ситроникса эффекта не окажет; облигации компании непривлекательны
- 🕒 **ЮТэйр** заключил договор финансовой аренды на USD100 млн.; увеличение обязательств, вероятно, будет компенсировано ростом операционных показателей; облигации обладают крайне низкой ликвидностью и поэтому непривлекательны
- 🕒 **Fitch** ожидаемо понизило рейтинг БТА банка до дефолтного уровня «RD»; льготный период по выплате USD165 млн. купонов по евробондам истек 18 января 2012; банк подтвердил намерения провести повторную реструктуризацию

Индикаторы FX/MM



Последние обзоры

- 27 декабря Банковская система в ноябре: активизация корпоративных клиентов
- 23 декабря «Дочки» европейских банков на российском рынке: риски приходят извне
- 23 декабря Высокодоходные облигации: возможности для инвестиций
- 22 декабря Стратегия долговых рынков-2012
- 21 декабря Башнефть: новый бонд лучше старых трех

Контакты и ссылки






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

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

- 19:00 Продажи на вторичном рынке жилья в США за декабрь
- 20:00 Завершение выкупа ФРБ Нью-Йорка UST в объеме USD2.25–2.75 млрд.

Ключевые индикаторы

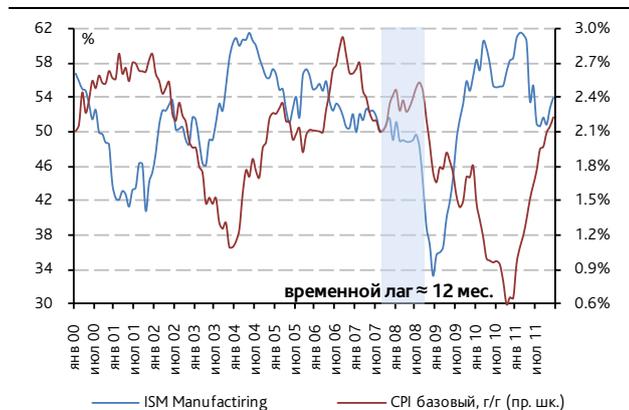
EMBI+ spread	▼	297	-10
UST10	▲	1.97	+0.08
Russia 30–UST 10	▼	239	-13
EUR/USD	▲	1.2964	+0.9%
Oil (Brent)	▼	111.5	-0%
VIX	▼	19.87	-1.02

США: базовый CPI с 12-месячным лагом движется вслед за ISM Manufacturing, что дает основания ожидать замедления инфляции в течение большей части 2012 с соответствующим влиянием на длинные ставки; в настоящий момент считаем целесообразным занимать короткие позиции в американском долге

Вчера были обнародованы декабрьские цифры по потребительской инфляции в США: в годовом исчислении она замедлилась до 2.98% против 3.41% в ноябре, а в базовом исчислении незначительно ускорилась (2.23% в декабре против 2.15%).

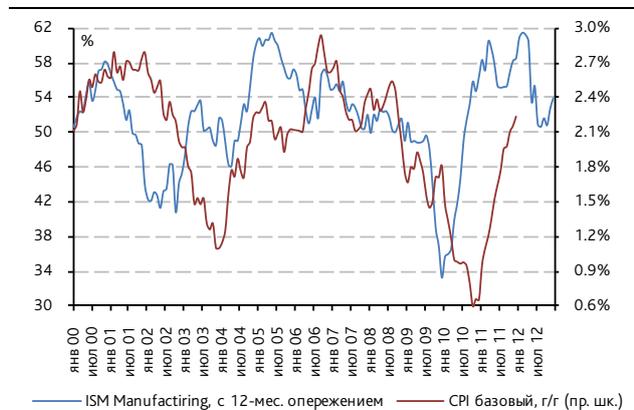
Декабрьское изменение базовой потребительской инфляции с 12-месячным запозданием повторяет динамику индекса деловой активности ISM Manufacturing (см. диаграммы 1 и 2) – на данную зависимость мы указали в нашей «Стратегии долговых рынков-2012». С учетом выявленной лаговости и движения ISM Manufacturing в последний год, можно ожидать дальнейшего ускорения базового CPI в США в январе–феврале, после чего будет наблюдаться его непрерывное замедление, вплоть до октября включительно. Возобновление же роста базовых потребительских цен, как мы думаем, произойдет в ноябре 2012 г.

ДИАГРАММА 1. ISM MANUFACTURING И БАЗОВЫЙ, ЯНВАРЬ 2000–ДЕКАБРЬ 2011



Источник: U.S. Bureau of Labor Statistics, Institute for Supply Management (ISM), НБ «Траст»

ДИАГРАММА 2. ISM MANUFACTURING С 12-МЕСЯЧНЫМ ОПЕРЕЖЕНИЕМ И БАЗОВЫЙ, ЯНВАРЬ 2000–ДЕКАБРЬ 2011



Источник: U.S. Bureau of Labor Statistics, Institute for Supply Management (ISM), НБ «Траст»

С учетом высокой зависимости общего уровня потребительской инфляции от ее базового уровня (подробнее см. «Стратегию долговых рынков-2012»), мы ждем соответствующего отклика от прогнозируемого выше движения цен в рыночных ставках. По бенчмарковому выпуску **UST10** мы ожидаем закрепления доходностей на уровне 1.70–1.90% к концу 1П 2012 г. и новых минимумов в 1.60–1.70% к концу 2012 г.

К настоящему же моменту активизация спроса на риск на фоне временного затишья европейских долговых историй, наконец, затронула и рынок UST. В этой связи мы считаем целесообразным занимать короткие позиции в американском суверенном долге (как на спот-рынке, так и в соответствующих фьючерсах), с целями в пределах 2.20-2.25% по доходности бенчмаркового **UST10** при текущем уровне в 1.97-1.98%.

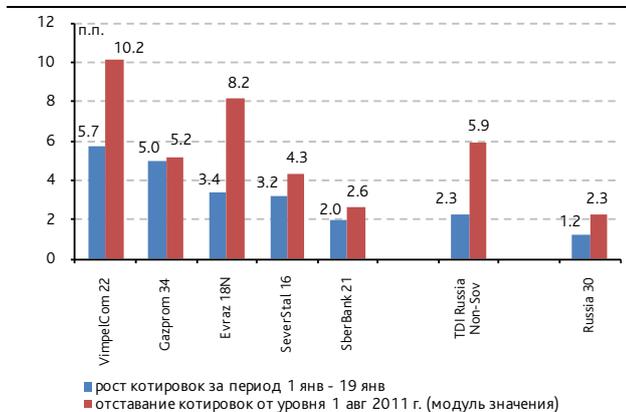
Отметим, что вчера прошел аукцион по новому 10-летнему выпуску **TIPS** (Treasury Inflation-Protected Securities), который появится в обращении 31 января. Минфин США продал USD15 млрд. с переспросом в 2.91x при медианной ставке размещения –0.10%. Текущее значение 10-летнего спреда **UST–TIPS** составляет около 210 бп. Исходя из нашего озвученного взгляда на динамику **UST**, данный спред в ближайшее время расширится.

Российские евробонды начали 2012 неплохим ростом, но волатильность все еще высока; есть неплохие шансы сохранения повышенного спроса на риск в течение ближайшей недели; рекомендуем к покупке высоколиквидные долгосрочные выпуски

Итоги первых трех недель 2012 г. для российских евробондов можно считать достаточно позитивными. Относительное затишье на «фронте» европейского долгового кризиса, публикация в целом положительных статданных по экономике США существенно поддержали спрос на рискованные активы.

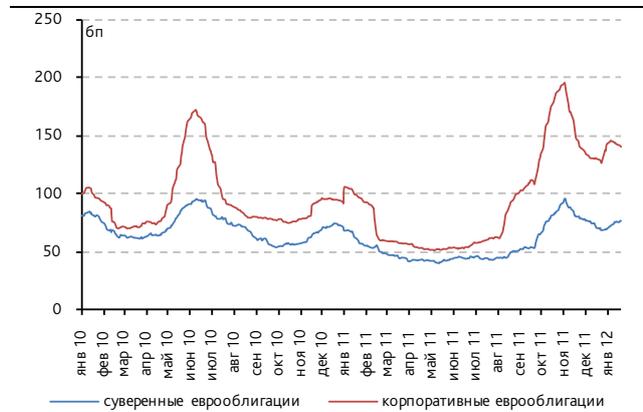
Как видно из диаграммы 3, наиболее существенный рост котировок (из представленного нами в «Стратегии долговых рынков-2012» списка высоколиквидных и волатильных выпусков) за период с 1 по 19 января наблюдался у **VimpelCom 22** (+5.7 п.п.). В целом из 10 выпусков еврооблигаций, показавших наилучшую динамику за рассматриваемый период, шесть – это евробонды Вымпелкома. Динамику лучше рынка (выражается в данном случае ценовым индексом TDI Russia Non-Sovereign) показали также указанные нами долгосрочные выпуски Газпрома, Евраз и Северстали. Рост котировок в суверенных выпусках происходит значительно более медленными темпами. Индикативный суверенный выпуск **Russia 30** за первые три недели января подорожал на 1.2 п.п.

ДИАГРАММА 3. ДИНАМИКА КОТИРОВОК ОТДЕЛЬНЫХ РОССИЙСКИХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ



Источник: НБ «Траст»

ДИАГРАММА 4. BID/ASK СПРЕДЫ РОССИЙСКИХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ*, 2010–2012



* скользящая средняя за 30 дней
Источник: НБ «Траст»

Между тем говорить о полном восстановлении рынка российских еврооблигаций от «шока» августа и октября–ноября 2011 г. пока не приходится. Котировки указанных на диаграмме 3 выпусков все еще существенно ниже уровней 1 августа 2011 г., когда снижение рейтинга США и новый виток долгового кризиса в еврозоне положили начало масштабного исхода из рискованных активов. Говорить о существенном снижении волатильности на рынке евробондов также нельзя. Как видно из диаграммы 4, bid/ask спреды по российским как суверенным, так и корпоративным еврооблигациям все еще крайне высоки, причем в первом случае показатель начал снова демонстрировать восходящую динамику с середины декабря прошлого года.

Мы полагаем, что у повышенного спроса на риск есть неплохие шансы продержаться на глобальных рынках еще как минимум неделю. На период с 20 по 29 января приходится несколько важных событий на глобальных рынках, и наши ожидания от них достаточно оптимистичны. Так, сегодня будут продолжены переговоры между властями Греции и частными кредиторами по вопросу списания части задолженности. Судя по комментариям банкиров на ленте Reuters, есть неплохие шансы того, что сделка будет осуществлена уже в эти выходные или на следующей неделе, что станет пусть и краткосрочным, но все же сильным импульсом для спроса на риск, отведя угрозу неконтролируемого дефолта Греции в марте. Кроме того, встречи министров финансов еврозоны и ЕС (23–24 января) также могут обнадежить рынки, в частности, подробностями запуска Европейского стабилизационного механизма в июле этого года и, возможно, согласованием текста «бюджетного пакта». Заседание ФРС (24-25 января) вряд ли принесет сюрпризы, что сконцентрирует внимание инвесторов на саммите ЕС (29 января), в ходе которого европейские лидеры намерены обсудить варианты поддержки экономического роста в регионе.

Наши ожидания сохранения благоприятного внешнего фона дают нам повод рекомендовать к покупке указанные выше высоколиквидные долгосрочные российские еврооблигации.

Итоги торгов по еврооблигациям: заметный рост котировок в выпусках Газпрома и металлургических компаний; суверенные евробонды Украины «выстрелили» на 2.5 п.п., Russia 30 прибавил 30 бп

Успешное размещение Испанией и Францией долгосрочных гособлигаций поддержало в четверг растущий спрос на рискованные активы, включая, среди прочего, и российские еврооблигации. Наиболее существенный рост котировок наблюдался в евробондах Газпрома, а также ряда металлургических компаний, активность инвесторов при этом была крайне высокой.

Длинные евробонды Газпрома прибавили в четверг порядка 60–80 бп, в то время как рост котировок в долгосрочных бумагах Лукойла был чуть больше – порядка 80–90 бп. Во втором эшелоне существенно подорожали еврооблигации Евраз и Северстали: на 70–90 бп и 50–60 бп соответственно. Около 30–60 бп прибавили в цене бумаги Вымпелкома. Из банковских выпусков выделим долгосрочные евробонды РСХБ, подорожавшие накануне на 0.9–1.1 п.п. Рост котировок в евробондах ВТБ был также значительным: порядка 0.7–1 п.п. Бумаги Сбербанка и Альфа-Банка также выросли в цене, прибавив около 30–50 бп.

В суверенном сегменте наблюдалась повышательная динамика, усилившаяся ближе к концу торгов. Индикативный выпуск **Russia 30** подорожал на 33 бп до 117.55% от номинала, а спред **Russia 30–UST10** сузился на 13 бп до 239 бп. Украинские долгосрочные суверенные бумаги накануне подскочили в цене на 2.5 п.п., в то время как белорусские бумаги были стабильны.

Открытие торгов по еврооблигациям: рост на глобальных рынках продолжается; баррель Brent на уровне USD112; ждем небольшого роста котировок на открытии, низкой активности в течение дня

Глобальные рынки продолжают в пятницу отыгрывать успешное размещение Испанией и Францией долгосрочных гособлигаций, а также сильную статистику по экономике США, поступившую накануне (число первичных заявок на пособие по безработице упало на 50 тыс. – до минимума с апреля 2008 г.). Азиатские торговые площадки демонстрируют солидный рост (**Nikkei 225** подскочил на 1.5%), фьючерсы на **S&P 500** стабильны. Баррель Brent торгуется на уровне USD112, что на USD0.5 выше уровня закрытия основных торгов в России накануне. Мы полагаем, что торги на российском рынке еврооблигаций начнутся небольшим ростом котировок, однако активность участников будет крайне низкой как из-за фактора пятницы, так и ввиду отсутствия важной статистики.

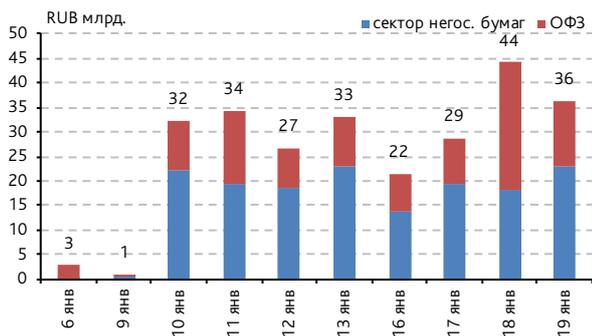
Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

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	21.7%
от 1 до 1.5 лет	11.1%
от 1.5 до 2 лет	13.5%
от 2 до 3 лет	24.3%
от 3 до 5 лет	20.2%
> 5 лет	9.2%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	6.53%	1.5
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.69%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	7.98%	6.5
Банки	7.92%	1.5
Корп 1 эшелон	7.98%	2.0
Корп 2 эшелон	8.85%	2.0

Четверг не принес сильных изменений в ценах ликвидных выпусков госбумаг; в ближайшие дни сохраняются предпосылки для умеренного ценового роста средних и длинных ОФЗ

На торгах в четверг существенных изменений в ценах ликвидных ОФЗ не произошло. Из основных торгуемых бумаг покупки в течение дня наблюдались лишь в **ОФЗ 26204** (YTM 8.15%), который до полудня торговался со средневзвешенной доходностью порядка 8.20%. Две сделки в 10-летнем **ОФЗ 26205** (YTM 8.39%), «сделавшие» RUB1.45 млрд. оборота в бумаге, позволили выпуску подорожать примерно на 40 бп по средневзвешенной цене. Полагаем, что в ближайшие дни сохраняются предпосылки для умеренного ценового роста средних и длинных ОФЗ.

В корпоративных бумагах основной интерес рынка остался в коротких **ФСК ЭЭС-18** (-7 бп по средневзвешенной цене, YTW 8.52%) и **Башнефть БО-1** (+12 бп по цене, YTW 9.15%).

Евразийский Банк Развития планирует разместить RUB5 млрд. облигаций; озвученные ориентиры предполагают премию к бумагам государственных банков

Евразийский Банк Развития (ЕАБР) планирует разместить облигации 1-й серии на сумму RUB5 млрд. Срок обращения бумаг составит 7 лет, также предусмотрена оферта через 2 года. Ориентир по купону озвучен в диапазоне 9.00-9.50%, что при квартальных выплатах предполагает YTP 9.31-9.84% к оферте. Книга заявок инвесторов будет открыта с 30 января по 1 февраля 2012 г., техническое размещение выпуска назначено на 3 февраля текущего года.

Индикативный диапазон по доходности обеспечивает премию около 230-285 бп премии к суверенной кривой. Заметим, что чуть более короткий **ЕАБР-3** на данный момент торгуется с YTP 9.12% на диапазоне чуть менее 2-х лет, или с премией к ОФЗ в размере 210 бп, что делает озвученные ориентиры интересными от середины диапазона. Тем не менее предложение, на наш взгляд, выглядит довольно интересно относительно бумаг государственных банков, которые предлагают премию в среднем около 180 бп. Мы склонны полагать, что недооцененность бумаг ЕАБР обусловлена традиционно меньшей ликвидностью его выпусков, по сравнению с РСХБ. Так, **ЕАБР-3** вчера торговался по YTP 9.12% на диапазоне чуть менее 2-х лет, или с премией в 40 бп. к **РСХБ-15**. **ЕАБР-3** после вторичного доразмещения в декабре прошлого года характеризуется относительной ликвидностью, но уступает по оборотам бумагам РСХБ.

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

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



Денежный рынок

События денежного рынка

20 янв	Уплата 1/3 НДС за 4К 2011 г. (RUB620–650 млрд.)
25 янв	Возврат Минфину RUB170 млрд. бюджетных средств
25 янв	Уплата акцизов и НДСПИ (всего RUB210–230 млрд.)
25 янв	Аукцион ОФЗ 26206 (RUB20 млрд.)
25 янв	Выплата купонов по ОФЗ (всего на RUB8.9 млрд.)
30 янв	Уплата налога на прибыль (RUB280 млрд.)

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	4.50/4.75	3.75	4.65	3.75/4.25
2-й круг	4.75/5.25	4.00	5.00	4.00/4.50

Динамика внутри дня (1-й круг)		
УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
4.50-4.75	4.35-4.65	3.75-4.25

Чистая ликвидная позиция все глубже уходит в отрицательную область; на аукционе 1-дневного РЕПО с ЦБ произошел «недобор»; ВЭБ разместил RUB30 млрд. пенсионных накоплений по ставке 9.86%; денежный рынок практически не показывает никакой динамики

Сумма остатков на корсчетах и депозитах по состоянию на утро 20 января составляет RUB1.08 трлн., что на RUB3 млрд. меньше, чем сутки назад. При этом основное снижение произошло по депозитам (на RUB6 млрд.), корсчета, напротив, увеличились на RUB2.9 млрд. Совокупные обязательства банков перед ЦБ и Минфином выросли на RUB50.2 млрд., в результате чего чистая ликвидная позиция все глубже уходит в отрицательную область (-RUB61.8 млрд.).

В четверг аукцион прямого 1-дневного РЕПО с ЦБ неожиданно завершился «недобором». Из RUB10 млрд., предложенных регулятором, банки предъявили спрос только на RUB4 млрд. При этом деньги «ушли» по средневзвешенной ставке 5.90%, которая на 30 бп превышает уровень среды. В секции РЕПО по фиксированной ставке также наблюдается временное затишье. На протяжении последних дней объемы рефинансирования с помощью данного инструмента резко упали по сравнению с объемами, которые привлекались в период 10–16 января (RUB140–180 млрд.). При этом существенно выросла задолженность банков перед ЦБ по кредитам под нерыночные активы и поручительства (+RUB56.8 млрд. за сутки).

Судя по динамике процентных ставок денежного рынка, общий уровень ликвидности в системе остается постоянным. Вчера банки 1-го круга привлекали кредиты овернайт по средневзвешенной ставке 4.35–4.65%, что на 10 бп меньше значений среды, но выше показателей прошлой и начала текущей недели. 1-дневное междилерское РЕПО под обеспечение ОФЗ и облигаций 1-го эшелона второй день остается в пределах диапазона 5.00–5.25%.

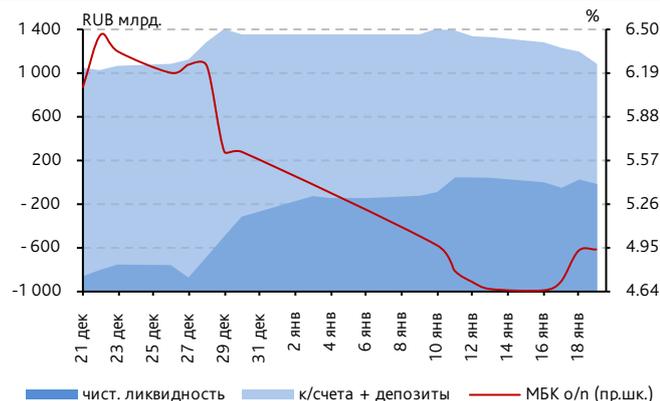
Напомним, что вчера на аукционе ВЭБа банки привлекли RUB30 млрд. на срок 358 дней. При этом спрос со стороны участников превышал предложение более чем в 2 раза. В итоге были заключены сделки с 9 банками, и средневзвешенная ставка зафиксировалась на уровне 9.86%. Примечательно, что итоги прошедшего аукциона почти полностью совпадают с результатами аналогичного мероприятия от 14 декабря 2011 г.

С точки зрения оттоков следует сказать, что значительное давление на денежный рынок окажет сегодняшняя уплата 1/3 НДС за 4К 2011 г. На следующей неделе предстоят возвраты Минфину (RUB170 млрд.), уплата акцизов и НДСПИ (ориентировочно RUB210–230 млрд.) и аукцион **ОФЗ 26206** (RUB20 млрд.).

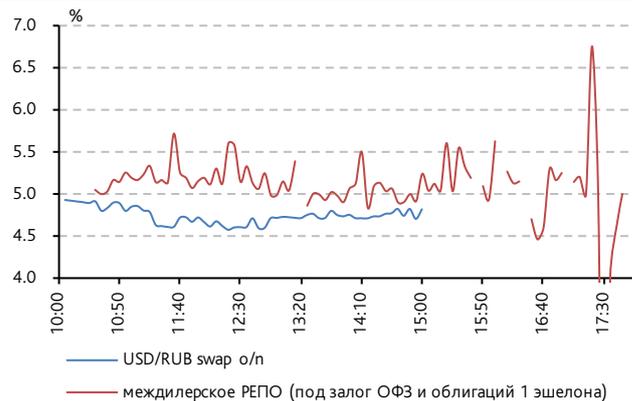


Иван Синельников
+7 495 786-35-36
ivan.sinelnikov@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Кредитные комментарии

Альфа-Банк не будет исполнять колл-опцион по субординированным еврооблигациям с погашением в 2017 из-за экономической нецелесообразности и необходимости поддержания капитала; нейтрально смотрим на бумаги банка

Вчера Альфа-Банк провел телеконференцию с участниками рынка, озвучив решение не исполнять колл-опцион в 2012г. по субординированным еврооблигациям с погашением в 2017г. В качестве основных причин представители банка называют экономическую нецелесообразность, а также необходимость поддержания показателя достаточности капитала. Также были озвучены ожидания банка по росту бизнеса в 2012 г.

КОММЕНТАРИЙ

Решение Альфа-Банка не исполнять колл-опцион по субординированному **Alfa-Bank 17** не является для рынка сюрпризом и вполне оправданно. Прежде представители банка не раз заявляли о том, что при рассмотрении данного вопроса они будут ориентироваться на экономическую эффективность сделки.

Напомним, что после даты колл-опциона процентная ставка по купону будет определяться как премия в 546 бп к доходности **UST 5Y**, которые на данный момент предлагают порядка YTM 0.86%. Иными словами, новая ставка по купону составит около 6.3%, т.е. меньше текущей рыночной стоимости долга Альфа-Банка. Так, старший выпуск евробондов с погашением в 2017 г. на данный момент предлагает около YTM 8.2%, в случае с субординированными бумагами потребуется еще и дополнительная премия за риск в размере 70–80 бп в доходности.

Представители Альфа-Банка мотивировали намерение оставить бумаги в обращении необходимостью поддержания показателя обеспеченности капиталом на комфортном уровне. Согласно данным МСФО за 1П 2011 г., показатель TCAR составил 17.6%, и, по словам менеджмента Альфа-Банка, он останется на сопоставимом уровне по итогам 2011 г. Однако коэффициент обеспеченности капиталом в соответствии с российскими стандартами учета в большей степени подвергся давлению в 2011г. В декабре показатель N1 составил 11.5% при допустимых 10.0%, что обуславливает необходимость сохранения субординированного долга, тем более с учетом ужесточения требований к расчету показателя в текущем году.

В 2012 г. менеджмент Альфа-Банк прогнозирует более умеренные темпы роста кредитного портфеля и ожидает его рост опережающими рынок темпами. По прогнозам представителей банка, прирост розничного кредитования по системе составит 14%, а корпоративного – около 12%. Заметим, что, согласно предварительным оценкам ЦБ, объем розничного кредитования в 2011 г. вырос на 36%, корпоративного – на 26%.

Мы нейтрально смотрим на бумаги Альфа-Банка на данный момент. Рублевый выпуск **Альфа-Банк-1** не отличается высокой ликвидностью и не предполагает интересных торговых идей. Динамика котировок старших еврооблигаций будет в большей степени определяться настроениями на глобальных рынках. Одновременно, текущие котировки субординированного выпуска **Alfa-Bank 17** на уровне 89–91% от номинала, по нашим оценкам, адекватно отражают стоимость неисполнения колл-опциона и будущих купонных платежей.



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

Аптеки 36.6 переходят на более выгодный для себя способ расчетов с основным поставщиком лекарств; ликвидная позиция несколько улучшится; риски дефолта по рублевым облигациям сокращаются

По данным Коммерсанта, Аптечная сеть 36.6 переходит на договоры факторинга со своим основным поставщиком лекарственных препаратов СИА Интернейшнл.

КОММЕНТАРИЙ

Договоры факторинга с основным поставщиком увеличат сроки окончательных расчетов Аптек 36.6 по приобретенным лекарствам с трех до шести месяцев, что положительно скажется на ликвидной позиции компании. Однако стоимость обслуживания долга возрастет, так как по условиям факторинговых контрактов проценты будет выплачивать не поставщик, как это обычно бывает, а покупатель, т.е.

Альфа-Банк	Ba1/BB/B-
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Кредиты, USD млрд.	21.4
NIM	5.1%
NPLs (+1 день)	4.7%

Аптечная сеть 36.6	NR
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Выручка, RUB млрд.	10.8
EBITDA margin	9.3%
Долг/EBITDA	5.4

Аптеки 36.6. Отметим, что рост процентных выплат для компании нежелателен, так как эта статья расходов по итогам 1П 2011 г. составила более 70% от консолидированной EBITDA компании.

Крайне высокая долговая нагрузка Аптек 36.6 – это основная проблема кредитного профиля компании. Формально единственным кредитором аптечной сети остается только Сбербанк, предоставивший ей в середине прошлого года кредит объемом чуть более RUB4 млрд. Очевидно, что финансовые трудности Аптек 36.6 уже создают проблемы с привлечением кредитных средств у других банков. Поэтому компания вынуждена прибегать к сравнительно экзотическим инструментам для обеспечения достаточного для себя уровня ликвидности.

Рублевые облигации Аптечной сети 36.6 остаются одними из самых ликвидных бумаг третьего эшелона, предлагающих высокую доходность (выше 15% по итогам вчерашних торгов), ежедневно по ним проходит несколько десятков сделок небольшими объемами. Безусловно, кредитные риски компании остаются очень высокими, тем не менее с большой вероятностью бонды компании будут успешно погашены. Во-первых, Аптекам 36.6 осталось выплатить всего 40% от номинала (RUB80 млн.), что в масштабах компании не является «неподъемной» суммой; во-вторых, у компании должна была остаться часть средств от кредита Сбербанка; и, наконец, последние новости о заключении договоров факторинга с основным поставщиком дают надежду на улучшение ликвидной позиции компании.



Дмитрий Турмышев
+7 495 647-25-89
dmitry.turmyshev@trust.ru

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
16 янв	ЛК УралСиб-26о	2.0	11.50%	3	12.01%
30 дек	Заречная УК-1	3.0	10.80%	3*	11.09%
29 дек	ОТКРЫТИЕ ФК-2	5.0	10.75%	2*	11.04%
28 дек	Казань-8	2.0	8.00%	5	8.24%
27 дек	ТГК-1-3	2.0	10.30%	10	10.19%
27 дек	ИАВ 1-2	1.1	н.д.	33	н.д.
27 дек	ИАВ 1-1	2.9	8.95%	33	9.89%
23 дек	Веста-1	0.3	10.20%	1*	10.19%
23 дек	ВТБ-66о	10.0	8.50%	1*	8.77%
22 дек	Приам-1	0.3	9.00%	1*	9.00%
22 дек	Связь-Банк-3	5.0	8.50%	1*	8.67%
22 дек	Инвестор-1	0.1	7.00%	3	7.00%
22 дек	Профит-Гарант-1	0.1	7.00%	3	7.00%
21 дек	АИЖК 2011-1-3	0.4	н.д.	33	н.д.
21 дек	АИЖК 2011-1-2	1.1	3.00%	33	3.03%
21 дек	АИЖК 2011-1-1	2.3	9.00%	33	9.31%
21 дек	НЛМК-36о	5.0	8.75%	1.5*	8.94%
21 дек	НЛМК-26о	5.0	8.75%	1.5*	8.94%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
20 янв	Аэроэкспресс-1	3.5	11.00%	5
23 янв	РТК-1	5.0	н.д.	15
27 янв	ВТБ-76о	10.0	8.00-8.25%	1*
3 фев	ЕАБР-1	5.0	9.00-9.50%	2*

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
25 янв	Глобэкс-26о	5.0	8.10%	9.90%	1
31 янв	ИАРТ	1.0	8.50%	8.50%	1
6 фев	ПЭС	0.1	9.50%	н.д.	1
9 фев	ВТБ Лизинг-8	4.6	7.05%	н.д.	5
9 фев	ЛокоБанк-16о	2.5	8.50%	н.д.	2
10 фев	АТЭК-2	0.3	11.00%	11.00%	0
14 фев	АлефБанк	1.0	11.00%	н.д.	1*
22 фев	Хортекс Финанс	1.0	13.00%	н.д.	1
24 фев	Микоян-2	2.0	13.50%	н.д.	1
24 фев	НОМОС-Банк-016о	5.0	7.00%	н.д.	2
26 фев	МосЭнерго-2	5.0	7.65%	н.д.	4
1 мар	МБРР-4	5.0	6.00%	н.д.	2
1 мар	РусьБанк-3	2.0	9.50%	н.д.	2
3 мар	Судостр.Банк-16о	2.0	9.75%	н.д.	2
9 мар	Национальный стандарт	1.5	10.00%	н.д.	2
15 мар	Балтинвестбанк-2	1.5	9.00%	н.д.	3
15 мар	ТГК1-1	4.0	8.50%	н.д.	2
16 мар	СИБУР-3	30.0	9.25%	н.д.	3

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
27 янв	ЛенЭнерго-2	3.0
1 фев	АИЖК-04	0.9
15 фев	ТД Копейка-2	4.0
15 фев	СУ-155-3	3.0
15 фев	ТД Копейка-3	4.0
21 фев	ТГК6 Инвест	2.0
21 фев	ОИЖК	0.7
21 фев	РАФ Лизинг Финанс	1.0
22 фев	ЮСКК-2	0.0
23 фев	МИА-3	1.5
23 фев	Белон-2	2.0
23 фев	ЛК УралСиб-3	1.5
28 фев	Рыбинскабель	1.0
28 фев	УралЭлектроМедь	3.0
7 мар	ТехноНИКОЛЬ-2	3.0
8 мар	ЯкутскЭнерго-2	1.0
13 мар	РосТелеком-03	0.6
15 мар	Кокс-2	5.0

* срок до ближайшей оферты, лет

Календарь по еврооблигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок
17 ноя	Gazprom 16N	USD	1000	4.95%	5
17 ноя	Gazprom 21	USD	600	6.00%	10
14 ноя	GazpromBank 13C	CHF	420	4.38%	2
21 окт	VTB 15C	CHF	225	5.00%	4
17 окт	Turkey 22	USD	1000	5.13%	11
2 авг	Moscow Credit Bank 14	USD	200	8.25%	3
21 июл	SeverStal 16	USD	500	6.25%	5
18 июл	MetallInvest 16	USD	750	6.50%	5
13 июл	Oschad 16N	USD	200	8.25%	5
12 июл	Agroton 14	USD	50	12.50%	3

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
23 янв	Colombia 12	USD	900
23 янв	Turkey 12	USD	1000
28 янв	MTS 12	USD	400
2 фев	TatFondBank 12	USD	225
6 фев	PrivatBank 12	USD	500
8 фев	Georgia Bank 12	USD	200
13 фев	KKK 12P	GBP	350
21 фев	Peru 12	USD	1423
12 мар	Poland 12E	EUR	750
20 мар	TNK 12	USD	500

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 управления торговли

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@trust.ru

Макроэкономика и стратегия

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru**Иван Синельников**

+7 495 786-35-36

ivan.sinelnikov@trust.ru

Руководитель управления продаж

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru

Управление продаж

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

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru**Дмитрий Турмышев**

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru**Петр Макаров**

+7 495 647-25-77

petr.makarov@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. Представленная 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 принимают 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 данному ценному 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 Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.