

Индикатор	Значение	Изм-е	Изм-е, %	Индикатор	Close	Изм-е, %	УТМ/УТР, %	Изм-е, b.p.
Нефть (Urals)	74.02	0.91	1.24	↑ Evraz' 13	102.43	0.83	7.91	-33
Нефть (Brent)	74.83	0.52	0.70	↑ Банк Москвы' 13	103.11	-0.25	5.97	0
Золото	1215.00	0.00	0.00	↑ UST 10	102.11	-0.17	3.37	2
EUR/USD	1.2182	0.00	0.05	↑ РОССИЯ 30	112.15	0.61	5.44	-11
USD/RUB	31.0565	-0.06	-0.19	↓ Russia'30 vs UST10	208			-13
Fed Funds Fut. Prob авр.10 (1%)	1%	0.00%		↑ UST 10 vs UST 2	255			2
USD LIBOR 3m	0.54	0.00	0.06	↑ Libor 3m vs UST 3m	40			1
MOSPRIME 3m	4.22	-0.01	-0.24	↓ EU 10 vs EU 2	218			2
MOSPRIME o/n	2.61	0.02	0.77	↑ EMBI Global	329.18	-2.06		-7
MIBOR, %	1.92	-2.88	-60.00	↓ DJI	10 255.3	0.06		
Счета и депозиты в ЦБ (млрд. р.)	1261.07	37.68	37.01	↑ Russia CDS 10Y \$	203.06	-0.22		3
Сальдо ливк.	142	99.00	230.23	↑ Gazprom CDS 10Y \$	284.37	-0.83		-2

Источник: Bloomberg

Ключевые события

Внутренний рынок

- Госбумаги пользуются спросом
- Корпоративный сегмент: покупки с расчетом
- Интерес к длинным выпускам Москвы

Глобальные рынки

- Рейтинговые агентства исчерпывают кредит доверия
- США стремятся к своему долговому лимиту
- Саммит большой двадцатки
- Лукойлу евробонды неинтересны
- Статистика из США ожидаема
- Российские еврооблигации: уверенные покупки

Корпоративные новости

- Утилизация еще поможет российским автопроизводителям
- Финансовые результаты ВБД за 1 кв 2010 года по US GAAP
- МСФО Аэрофлота за 2009 г.: неплохие цифры трудного года
- МЭР РФ понижает прогноз выручки сетей

Мировая экономика

- Рост мировой экономики незначительно замедлился в мае

Новости коротко

Корпоративные новости

- **Сбербанк** заключил сделки между ГК «МАИР» в целях урегулирования задолженности группы перед банком. В результате сделки ООО «СБК Металл» (дочернее предприятие Сбербанка) приобрело 75% акций предприятия ЗАО «Русвтормет Центр», владеющего активами металлургического завода, расположенного в г.Красный Сулин Ростовской области, и арматурного завода, расположенного в г. Георгиевск Ставропольского края. / Cbonds

Размещения / Купоны / Оферты / Погашения

- **Москоммерцбанк** установил ставку 7-го купона по облигациям 3-й серии в размере 1%. / Cbonds
- **КОНТИ-РУС** погасило дебютный выпуск облигаций. / Cbonds
- Совет директоров **ТКС Банка** принял решение о размещении облигаций 2-й серии объемом 1.4 млрд руб. / Finam
- **Росинтер Ресторантс** выкупил по оферте 11.17% выпуска облигаций 3-й серии на сумму 111.2 млн руб. / Finam
- ФСФР 3 июня зарегистрировала облигации **ТГК-5** и **ТГК-9** на общую сумму 12 млрд руб. / Reuters

Внутренний рынок

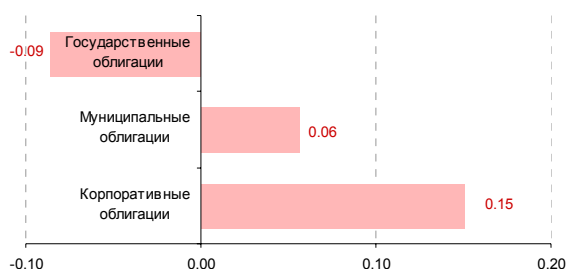
Госбумаги пользуются спросом

После довольно удачных аукционов по доразмещению госбумаг, который Минфин провел в среду, спрос на короткие ОФЗ в четверг оставался повышенным. Основные покупки по-прежнему сосредоточены в самых коротких облигациях, между тем небольшое количество сделок на сумму 304 млн руб. прошло с длинным выпуском ОФЗ 46018.

Воспользовавшись благоприятной конъюнктурой, Минфин доразместил вчера двух-трехлетние бумаги ОФЗ 25071, 25073 и 26199 на общую сумму 4.8 млрд руб. Совокупный оборот госсектора составил 6.7 млрд руб.

В целом, котировки госбумаг закрылись в небольшом плюсе относительно значений среды, однако продажи в длинных выпусках, имевшие место в четверг на небольших оборотах, вывели совокупный ценовой индекс госбумаг в незначительный минус.

Изменение ценовых индексов облигаций по сегментам за 03.06.2010



Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Корпоративный сегмент: покупки с расчетом

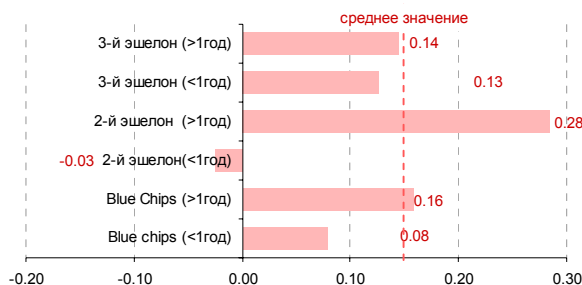
Покупательская активность в сегментах корпоративных и муниципальных бумаг в четверг существенно возросла. Объем торгов на бирже и в РПС составил 30.6 млрд руб. на треть превысив уровень среды. Пожалуй, впервые за прошедшее время с начала коррекции на рынке рублевого долга, инвесторы были едины в своем желании купить облигации, и мы увидели уверенные покупки на высоких оборотах.

Возможно, на фоне нейтрального внешнего новостного фона в течение нескольких дней, возвращения цен нефти к комфортным уровням, ожидания инвесторов относительно дальнейшего ухудшения рыночной конъюнктуры начали ослабевать. Поддержку покупателям оказывает очередное снижение ставок ЦБ, еще не заложенное в цены облигаций. Кроме того, с начала недели произошло ощутимое снижение девальвационных ожиданий. Ставки NDF снизились примерно на полфигуры.

По итогам дня индекс цен корпоративных облигаций BMBI, рассчитываемый Банком Москвы, прибавил 15 б.п. При этом вырасти удалось облигациям всех групп эмитентов: ценовой индекс blue chips прибавил 13 б.п., индексы 2-го и 3-го эшелонов – 18 и 14 б.п. соответственно.

Силу позитивных настроений инвесторов демонстрирует тот факт, что вчера покупки наблюдались не выборочные, как в последний месяц, а сразу по разным выпускам одного эмитента. Высокий спрос наблюдался в выпусках: Системы, (котировки прибавили от 30 до 90 б.п.), РЖД (рост составил 75 б.п.), Башнефти (рост от 60 до 80 б.п.), Газпром нефти (рост около 35 б.п.), РСХБ (рост 20 б.п.), Сибметинвест (рост от 50 до 80 б.п.).

Изменение ценового индекса корпоративных облигаций по эшелонам 03.06.2010



Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

Интерес к длинным выпускам Москвы

Высокий спрос на выпуски Москвы привел к росту ценового индекса облигаций столицы на 16 б.п., средневзвешенная доходность составила 7.2 %. Покупатели вчера интересовались не только короткими бондами города, но также и выпусками с погашением в 2016- 2017 гг. По итогам дня котировки Москва-56 и Москва-49 взлетели на 120 б.п.

Биржевые торги отдельными бумагами*

Выпуск	Оборот, млн. руб.	Сделки	Объем млн. руб.	Погашение	Оферта	Close	Цена посл.	Изм, %	Yield, %
ОФЗ 25071	1600.4	19	13 066	26.11.2014		104.35	104.35	0.00	7.08
ОФЗ 25072	840.2	8	45 000	23.01.2013		101.80	101.95	0.15	6.43
ОФЗ 25073	2633.3	40	40 819	01.08.2012		101.38	101.46	0.08	6.21
ОФЗ 26199	916.8	11	40 291	11.07.2012		100.09	100.16	0.07	6.16
ОФЗ 46018	304.3	6	128 934	24.11.2021		98.25	99.60	1.37	7.35
АК БАРС-03	2280.8	21	3 000	25.10.2011		100.20	100.00	-0.20	8.05
Башнефть01	499.3	26	15 000	13.12.2016	18.12.2012	106.00	106.63	0.63	9.73
Башнефть02	419.9	9	15 000	13.12.2016	18.12.2012	105.75	106.56	0.81	9.76
Башнефть03	154.4	50	20 000	13.12.2016	18.12.2012	106.00	106.55	0.55	9.76
ГазпрнфБО5	311.6	8	10 000	09.04.2013		98.70	98.98	0.28	7.69
ГазпрнфБО6	548.9	8	10 000	09.04.2013		98.60	98.98	0.38	7.69
ГазпромА11	1789.7	36	5 000	24.06.2014	28.06.2011	120.30	120.25	-0.05	-4.47
КБРенКап-3	58.0	33	4 000	06.06.2012	13.06.2010	100.27	100.24	-0.03	15.58
МБРР 03обл	1598.6	12	3 000	23.04.2013	26.10.2010	103.50	103.50	0.00	6.14
МГор45-об	965.5	12	15 000	27.06.2012		102.50	102.85	0.35	6.61
МГор49-об	1659.3	41	25 000	14.06.2017		96.80	98.00	1.20	7.87
МГор50-об	366.8	19	15 000	18.12.2011		102.40	102.70	0.30	6.23
МГор54-об	534.9	5	15 000	05.09.2012		101.75	102.00	0.25	6.93
МГор56-об	951.9	19	20 000	22.09.2016		97.50	98.65	1.15	7.75
Мечел 2об	34.1	32	5 000	12.06.2013	16.06.2010	100.13	100.20	0.07	2.71
МТС 04	345.2	12	15 000	13.05.2014	19.05.2011	109.20	109.37	0.17	6.35
МТС 05	836.3	30	15 000	19.07.2016	26.07.2012	112.55	112.61	0.06	7.63
НОМОС 8в	314.9	6	3 000	16.02.2011		101.99	102.10	0.11	6.49
РЖД-10обл	2034.0	36	15 000	06.03.2014		123.00	123.70	0.70	7.76
РЖД-23 обл	854.8	15	15 000	16.01.2025	29.01.2015	104.10	104.85	0.75	7.89
РосселлБ10	304.5	39	5 000	29.01.2020	06.02.2013	102.80	102.98	0.18	7.89
РосселлБ11	483.8	5	5 000	30.01.2020	07.02.2013	102.80	102.98	0.18	7.89
СевСт-БО1	1101.9	18	15 000	18.09.2012	20.09.2011	108.10	108.35	0.25	7.26
СевСт-БО2	364.6	2	10 000	15.02.2013		103.75	103.75	0.00	8.34
Сибметин02	417.3	33	10 000	10.10.2019	16.10.2014	108.00	108.45	0.45	11.31
Система-01	279.7	18	6 000	07.03.2013		103.82	104.69	0.87	7.97
Система-02	294.5	19	20 000	12.08.2014	14.08.2012	113.20	113.51	0.31	8.08
Система-03	410.4	37	19 000	24.11.2016	29.11.2012	109.00	109.99	0.99	8.16
Спурт 02об	453.1	21	1 000	31.05.2012		100.00	99.80	-0.20	-
ТатфондБ 5	319.6	14	2 000	21.03.2012	23.03.2011	101.85	101.80	-0.05	8.78
Трансф 03	845.0	5	65 000	18.09.2019	29.09.2010	106.40	106.40	0.00	-6.52
ЮТК БО-01	391.5	5	2 000	17.10.2012	19.10.2011	104.50	104.50	0.00	7.74

Источник: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы

* - облигации с оборотом свыше 200 млн руб или числом сделок больше 30

Екатерина Горбунова

Рейтинговые агентства исчерпывают кредит доверия

Вчера по обе стороны Атлантики обострились разговоры вокруг объективности присвоения рейтингов «большой тройкой».

Следствием продолжающейся критики деятельности рейтинговых агентств в отношении американских ипотечных бумаг стало очередное заседание комиссии по расследованию причин финансового кризиса, созданной Конгрессом США, на которое на этот раз был приглашен миллиардер Уоррен Баффет, попытавшийся защитить репутацию крупнейших рейтинговых агентств. Заметим, У. Баффет является крупнейшим акционером Moody's.

Конгрессмены требовали объяснить, почему в ходе кризиса, начавшегося с обвала на жилищном рынке США, агентство Moody's понизило рейтинги 89% сложных облигаций, которым ранее была присвоена высшая оценка "AAA", на что У. Баффет заявил, что агентство ошибалось, также как и другие агентства. Нынешнюю модель деятельности рейтинговых агентств, когда рейтинги оплачиваются самими эмитентами, Баффет назвал несостоятельной. Впрочем, предложение о создании специальной комиссии, которая бы выбирала агентство для отдельных сделок, не поддержал. Всю вину за кризис финансист возложил на глав финансовых компаний, которые оплачивали рейтинги и «которые вынудили правительство США приходить им на помощь. Именно они должны уйти с пустыми карманами».

Тем временем, в Европе рейтинговые агентства обвиняются в другом грехе, а именно, в разжигании греческого кризиса. По мнению некоторых экспертов, снижение агентством S&P рейтинга Греции до бросового уровня подорвало усилия стран еврозоны по предотвращению распространения долгового кризиса в регионе.

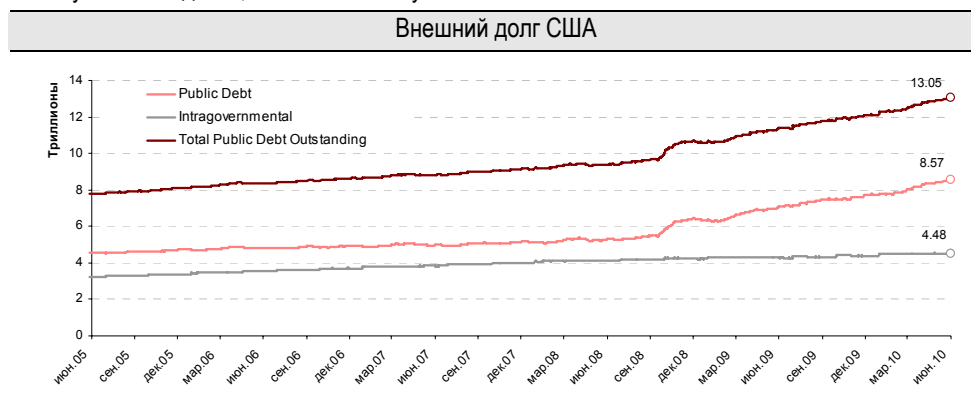
Европейские чиновники выделяют две проблемы: во-первых, малое количество игроков на таком чувствительном рынке, а во-вторых, все три игрока из одной страны (США). Соответственно, предлагается два варианта решения назревшей проблемы: Европа создаст свое собственное агентство, подчиняющееся непосредственно ЕЦБ, или будет контролировать деятельность существующих рейтинговых агентств. Контроль предполагается совершать посредством нового института с громким названием European Securities and Market Authority, которое сможет штрафовать и даже отзываться лицензии у рейтинговых агентств, провоцирующих игроков на неоправданный риск. Мнение «большой тройки» по этому поводу пока не известно.

Еврокомиссия призвала все заинтересованные стороны предоставить комментарии до 1 сентября, отметив, что законопроект по созданию европейского агентства может быть разработан уже к началу 2011 года.

США стремятся к своему долговому лимиту

Министерство финансов США опубликовало информацию о том, что внешний долг США достиг \$13 трлн (90% ВВП). За менее чем полтора года с момента прихода к власти Б. Обамы внешний долг США вырос на \$2.4 трлн, за 8-летнее правление Д. Буша-младшего на \$4.9 трлн.

Сейчас значение внешнего долга США приближается к своей верхней допустимой планке. В феврале 2010г. Б. Обама подписал документ, увеличивающий допустимый лимит для государственного долга с \$12.4 трлн до \$14.3 трлн. Рост, главным образом, происходит за счет публичного долга, т.е. за счет выпуска все новых US Treasuries.



Саммит большой двадцатки

В четверг в Южной Корее открылся саммит министров финансов и глав центральных банков стран "Большой двадцатки".

В связи с этим ближайшее время мы ожидаем большое количество интересных новостей из Кореи, а пока состоялись лишь предварительные переговоры между заместителями министров финансов. Основными темами саммита, скорее всего, станут вопросы о нахождении баланса между сокращением бюджетных дефицитов и сохранением экономического роста, согласование сроков сокращения бюджетных дефицитов, а также реформа регулирования финансового сектора, включая введение активно обсуждаемого глобального банковского налога.

В "Большую двадцатку" входят развитые и развивающиеся страны с крупнейшими экономиками, на долю которых приходится 85 % мирового ВВП.

Лукойлу евробонды неинтересны

Компания эмитентов, отказывающихся выходить на рынок евробондов в нынешних условиях, пополнилась Лукойлом. Вице-президент компании Леонид Федун, заявил что «Лукойл вряд ли осуществит выпуск евробондов в 2010г. из-за высокой волатильности рынка». Л. Федун уточнил, что главная проблема не в прибыльности размещения, которая на самом деле привлекательна для компании, а в нестабильности рынка, представляющей определенный риск. О еврооблигациях Лукойла мы писали во вчерашнем ежедневном обзоре.

Волатильность рынка в конце мая помешала маркетизируемому размещению МТС, non-deal road show ограничился и Сбербанк. Также о грядущем проведении non-deal road show объявила АИЖК.

Статистика из США ожидаема

Вчерашняя статистика из США подтвердила плавное восстановление американской экономики. С открытием американского рынка появились данные с рынка труда, индекс деловой активности в сфере услуг и индекс промышленных заказов, а позже были опубликованы перенесенные со среды данные по запасам нефти и нефтепродуктов в США.

Падение числа заявок на пособие по безработице в США на прошлой неделе вдвое превзошло прогноз: значение сократилось на 10 тыс. вместо ожидаемых пяти – до 453 тыс. При этом число продолжающих получать пособие по безработице за неделю увеличилось на 31 тыс. – до 4.666 млн. человек, хотя эксперты прогнозировали повышение всего на 3 тыс. Сегодня Минтруда опубликует данные о безработице в США за целый месяц, т.е. за май.

Индекс деловой активности в сфере услуг США (ISM Non-Manufacturing) в мае хотя и не дотянул до ожиданий, но остался на уровне 55.4 пункта (консенсус – 55.6), что, в общем, тоже неплохо: превышение индексом отметки в 50 пунктов свидетельствует об увеличении деловой активности в сфере услуг, значение индекса в 50 пунктов и ниже говорит о ее снижении.

Заказы промышленных предприятий США в апреле также увеличились: на 1.2% по сравнению с предыдущим месяцем, хотя аналитики ожидали повышения на 1.8%.

Запасы нефти и нефтепродуктам в США сократились (начало активного автомобильного сезона), что вызвало рост цен на нефть, дополнительную поддержку которому оказало сообщение о запрете разработки новых месторождений в Мексиканском заливе в связи с аварией на платформе BP.

Российские еврооблигации: уверенные покупки

Хорошая макростатистика из США поддержала спрос на рискованные активы и в частности на российские еврооблигации. Лидерами роста вчера были бумаги Северстали, Евраза и Распадской, потерявшие в доходности 20–30 б.п. При уверенном недельном росте котировок бумаг этих компаний, составившем более 1 п.п., они еще остаются перепроданными. Особенно интересны выпуски Raspadskaya' 12 и Evraz' 18. В корпоративном сегменте нам также нравится выпуск Sinek' 12, спрэд которого к кривой мобильных телекомов составляет более 100 б.п.; на наш взгляд он должен составлять на более 20–30 б.п.

Суверенные евробонды не продемонстрировали существенной динамики в четверг: котировки остались вблизи значений закрытия среды. Спрэд Russia' 30 – UST' 10 сегодня утром остается в узком диапазоне 200–210 б.п.

Корпоративные еврооблигации: нефинансовый сектор

Выпуск	Валюта	Объем	Погашение	Цена, %	YTM, %	Dur	Изм-е за день	
							Цена %	YTM, б.п.
GAZP' 11CHF	CHF	500	23.04.11	104.7	3.46	0.8	0.00	-2
GAZP' 13-1	USD	1750	01.03.13	110.8	5.33	2.4	0.81	-34
GAZP' 16	USD	1350	22.11.16	98.9	6.43	5.2	1.02	-19
GAZP' 13£	GBP	800	31.10.13	103.3	5.46	2.9	0.08	-3
GAZP' 18€	EUR	1200	13.02.18	102.2	6.22	5.8	0.64	-11
GAZP' 19	USD	2250	23.04.19	113.4	7.17	1.8	1.12	-18
GAZP' 20	USD	1250	01.02.20	102.8	0.00	6.8	0.20	-3
GAZP' 22	USD	1300	07.03.22	96.3	6.98	7.9	1.23	-15
GAZP' 34	USD	1200	28.04.34	112.1	7.53	3.4	1.31	-12
GAZP' 37	USD	1250	16.08.37	96.9	7.56	11.3	1.26	-11
Evraz' 13	USD	1300	24.04.13	102.4	7.91	2.5	0.83	-33
Evraz' 15	USD	750	10.11.15	98.4	8.62	4.3	0.74	-17
Evraz' 18	USD	700	24.04.18	100.6	9.38	5.4	1.18	-21
EuroChem' 12	USD	300	21.03.12	102.0	6.68	1.6	-0.01	0
MTS' 10	USD	400	14.10.10	101.7	3.37	0.3	-0.11	28
MTS' 12	USD	400	28.01.12	103.9	5.45	1.5	0.47	-31
Raspadskaya' 12	USD	300	22.05.12	97.9	8.66	1.8	0.54	-30
RuRail' 17	USD	1500	03.04.17	98.2	6.06	5.5	1.38	-25
SevStal' 13	USD	1250	29.07.13	106.3	7.46	2.6	1.15	-43
SevStal' 14	USD	375	19.04.14	105.2	7.67	3.2	0.62	-19
Sistema' 11	USD	350	28.01.11	103.3	3.53	0.6	0.04	-8
VIP' 11	USD	300	22.10.11	106.3	3.62	1.3	0.22	-18
VIP' 13	USD	1000	30.04.13	105.2	6.38	2.5	0.46	-18
VIP' 16	USD	600	23.05.16	104.6	7.28	4.7	1.56	-33
VIP' 18	USD	1000	30.04.18	106.6	7.98	5.6	0.59	-11

Источники: Bloomberg

Анастасия Сарсон, Дмитрий Турмышев

Корпоративные новости**Утилизация еще поможет российским автопроизводителям**

По данным Reuters, Владимир Путин решил выделить в 2010 г. еще 10 млрд руб. на программу утилизации старых автомобилей. Таким образом, размер программы увеличится вдвое, и по итогам года утилизацию будет принято 400 тыс. автомобилей.

Новость имеет краткосрочный положительный эффект на продажи Соллерс (модельный ряд УАЗ и FIAT), АвтоВАЗ (весь модельный ряд), а также денежные потоки Рольфа, в части продаж автомобилей Ford (модели Focus и Mondeo также входят в программу покупок по утилизации). Разумеется, горизонт стимулирования невелик и измеряется несколькими месяцами, тем не менее, меры предпринимаемые Правительством РФ говорят о серьезности поддержки российского автопрома.

Нам кажется, что риски рефинансирования Соллерс после заключения соглашения с FIAT о создании большого СП значительно снизились, в том числе из-за появления большой репутационной составляющей на уровне страны в целом. В этой связи мы привлекаем внимание инвесторов, ориентированных на high yield инструменты, на облигации Соллерс БО-2 (13.1% годовых), которые на 2-летнем сроке имеют более 300 б.п. премии к выпуску Акрон-2.

Несомненно, кредитное качество Соллерс в кризис значительно ухудшилось. Автомобильный рынок оказался одной из наиболее пострадавших отраслей в России. Производство машин в России за 2009 г. сократилось на 60%, объем продаж Соллерса за этот период снизился на 54%. Если верить данным организаторов размещения биржевых облигаций компании, выручка компании за 2009 г. сократилась на 44% - до 34.5 млрд руб. Ухудшилась и информационная прозрачность компании: так с началом кризиса она прекратила публиковать аудированную отчетность по МСФО.

Однако мы позитивно оцениваем способность управляющей команды Соллерса действовать в беспрецедентной кризисной ситуации (сокращение численности персонала, высвобождение средств из оборотного капитала за счет оптимизации запасов и снижения дебиторской задолженности, сокращение инвестиционной программы). Действия менеджмента позволили Соллерса достичь положительного уровня EBITDA в 2009 г., составившего 200 млн руб.

Существенную поддержку компании в 2009 г. оказывает государство. В рамках госзаказа Соллерс поставил 10 тыс. автомобилей на сумму свыше 8 млрд руб. В 2010 г. компания рассчитывает в рамках госзаказа отгрузить свыше 13 тыс. автомобилей на 9 млрд руб.

Несмотря на высокий уровень финансового долга, составляющий на начало 2-го квартала 2010 г. 26.3 млрд руб., менеджмент Соллерса в течение кризисного периода продемонстрировал способность управлять своим долговым портфелем. Компания самостоятельно обслуживала процентные расходы и финансировала преобладающую часть инвестиций в 2009 г. за счет высвобождения денежных средств из оборотного капитала.

Кредитный рынок открыт для компании, что позволяет ей рефинансировать свои краткосрочные обязательства. Крупнейшими кредиторами Соллерса выступают Сбербанк и ВТБ, на которые приходится более 70% кредитного портфеля Группы без учета облигаций. В том числе кредиты на сумму 10 млрд руб. обеспечены госгарантиями (на 50% от сумм обязательств). Сроки погашения по этим кредитам – 2011-2012 гг. На 3 кв. 2010 г. приходится погашение кредитов ВТБ на 2.1 млрд руб. По данным компании, банк принял решение о рефинансировании этой задолженности сроком на 2 года. Соллерс без задержек обслуживает свои банковские кредиты (недавно погасил один из кредитов ВТБ) и публичный долг.

Заметим, что в конце июля 2010 г. Соллерсу предстоит пройти оферту по облигациям 2-й серии номинальным объемом 3 млрд руб. Как сообщает компания, она собирается оставить выпуск в рынке, предложив привлекательную для инвесторов ставку. На случай предъявления облигаций к оферте компания накапливает средства на счетах. Мы рассчитываем, что инвесторам будет предложена хорошая ставка с премией к рынку и рекомендуем пока не избавляться от бумаги до оферты.

Ну и, наконец, самым важным штрихом к кредитному портрету Соллерса стало создание в 2010 г. СП с Fiat, которое дает новый толчок развитию отечественного автопрома. Репутационная компонента в оценке кредитного качества Соллерса с появлением иностранного стратегического партнера для нас возрастает многократно, так что едва ли можно ожидать, что компания может допустить дефолт в данных условиях.

Если говорить о Рольфе, то в ее нынешнем статусе (поддержка Сбербанка, успешное, в меру щедрое предложение по реструктуризации еврооблигаций, появление Mitsubishi Motors в

акционерах, завершение явной стагнации на рынке продаж легковых автомобилей (см. более подробно наш ежедневный обзор от 13 мая 2010 г.), доходность более 14% по его 1-летним еврооблигациям мы оцениваем как очень интересную торговую возможность.

Леонид Игнатьев

Финансовые результаты ВБД за 1 кв 2010 года по US GAAP

Вчера ВБД представил финансовые результаты деятельности за 1-й кв 2010 г. В целом отчетность не принесла значительных сюрпризов. На наш взгляд, наиболее важными моментами отчетности:

- При годовом росте выручки на 19 % EBITDA увеличилась всего лишь на 0.5 %. Резкий рост цен на сырое молоко, а также решение компании не перекладывать рост себестоимости в цены на конечную продукцию вызвали существенное падение рентабельности по EBITDA с 14.1 % до 11.9 %.
- Настораживает значительное снижение операционных денежных потоков, вызванное значительным ростом рабочего капитала, рост которого в свою очередь вызван увеличением дебиторской задолженности
- Из позитивных моментов мы отмечаем некоторое ускорение в темпах роста выручки (+3 в 1-м квартале против -1% в 4-м квартале 2009 г. и -3.5% в 3-м квартале), что обусловлено ростом объемов продаж.
- Ситуация с долгом остается стабильной: при небольшом росте совокупного долга на 7.2 % чистый долг продемонстрировал отрицательную динамику, уменьшившись на 2.2%. Из-за отсутствия роста EBITDA соотношение Чистый долг/EBITDA увеличилось с 0.8 x в 1 кв 2009 года до 0.9 x в 1 кв текущего года. При незначительном ухудшении операционных показателей кредитные метрики компании остаются на очень комфортном уровне.

Ключевые финансовые показатели Вимм-Биль-Данн по US GAAP

US GAAP, \$ млн	3М 2009	2009	3М 2010	кв-к-кв	год-к-году
Выручка	517	2 181	615	5.1%	19.1%
ЕБИТДА	73	307	73	22.3%	0.5%
ЕБИТ	50	202	47	92.8%	-6.0%
Чистая прибыль	13	118	34	357.3%	169.1%
Совокупный долг	453	499	486	-2.6%	7.2%
Ликвидные активы	167	249	206	-17.3%	23.4%
Чистый долг	286	250	280	12.0%	-2.2%
Собственный капитал	573	703	736	4.7%	28.4%
Всего активы	1 277	1 489	1 546	3.9%	21.1%
OCF	103	312	20	-84.0%	-80.9%
Сарех	19	129	26	-40.3%	32.3%
EBITDA margin (%)	14.1%	14.1%	11.9%		
Чистая рентабельность (%)	2.4%	5.4%	5.5%		
EBITDA/проценты (x)	10.2	7.1	10.8		
Долг/EBITDA* (x)	1.3	1.6	1.6		
Чистый долг/EBITDA* (x)	0.8	0.8	0.9		
Долг/Активы (x)	0.4	0.3	0.3		
Долг/Собственный капитал (x)	0.8	0.7	0.7		
Долгосрочный долг/ Долг (%)	84%	57%	59%		

* за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, Аналитический департамент Банка Москвы

Учитывая кредитное качество эмитента, а также наше понимание кредитных рисков компании, можно с уверенностью говорить, что бумаги ВБД с точки зрения ставок должны смотреться не хуже бумаг X5. Эмитенты обоих выпусков имеют сопоставимые кредитные рейтинги от международных рейтинговых агентств (уровня «ВВ-»), ЦБ принимает облигации этих эмитентов в залог по операциям РЕПО с одинаковым дисконтом (15% на срок до 6 дней), а также оба выпуска торгуются в списке А1 ММВБ.

На данный момент на рынке присутствует 2 выпуска ВБД, лишь один из которых можно назвать достаточно ликвидным. Ликвидный выпуск ВБД-2 оценивается рынком справедливо, поэтому для спекулятивных целей он малоинтересен. Из бумаг потребительского сектора по соотношению риск/доходность нам больше нравится новый выпуск Интуриста, предлагающий при дюрации 1.5 доходность около 14.5 %. Из бумаг ритейлеров нам нравятся облигации Диски, предлагающие 10.4 % при дюрации 0.7 года.

Сабина Мухамеджанова, Дмитрий Турмышев, Леонид Игнатьев

МСФО Аэрофлота за 2009 г.: неплохие цифры трудного года

Вчера Аэрофлот представил финансовые результаты за 2009 год по МСФО.

Выручка компании в прошлом году сократилась на 27 % до \$ 3.3 млрд, в том числе доходы от регулярных перевозок упали на 28 % до \$ 2.5 млрд. Для сравнения, за указанный период пассажирооборот авиакомпании сократился лишь на 4 %. Тем не менее, на фоне падения спроса довольно существенно снизилась доходность перевозок.

К наиболее позитивным моментам отчета можно отнести сохранение тренда по сокращению операционных затрат, отраженного в промежуточных результатах 2009 г. Так, по данным компании, удельный расход топлива сократился 9.4 %. В целом же по итогам года топливные расходы упали на 53 %.

Основные финансовые результаты Аэрофлота по МСФО

МСФО, \$ млн	2007	2008	1П 2009	9М 2009	2009
Выручка	3 165	3 949	1 456	2 463	3 346
ЕБИТДА	723	498	167	403	423
ЕБИТ	578	339	104	307	278
Чистая прибыль	313	37	14	170	86
Совокупный долг	511	737	882	910	976
Ликвидные активы	91	147	261	127	121
Чистый долг	420	590	622	783	855
Собственный капитал	1 185	998	902	1 107	1 006
Всего активы	3 350	3 398	3 606	3 823	4 021
ОСФ	217	501	290	251	229
Сарех	417	439	250	326	383
ЕБИТДА margin (%)	22.8%	12.6%	11.4%	16.4%	12.6%
Чистая рентабельность (%)	9.9%	0.9%	1.0%	6.9%	2.6%
ЕБИТДА/проценты (x)	13.6	9.1	7.1	12.1	10.3
Долг/ЕБИТДА* (x)	0.7	1.5	1.9	2.1	2.3
Чистый долг/ЕБИТДА* (x)	0.6	1.2	1.4	1.9	2.0
Долг/Активы (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Долг/Собственный капитал (x)	0.4	0.7	1.0	0.8	1.0
Долгосрочный долг/Долг (%)	74%	80%	69%	76%	84%

* ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, Аналитический департамент Банка Москвы

Во многом рост топливной эффективности обеспечивается программой модернизации парка. По данным отчетности, на конец 2009 г. парк Аэрофлота насчитывал 166 самолета, 111 из которых представлены современными иностранными самолетами. В планах компании в 2010 г. реализовать 25 отечественных и приобрести еще 7 иностранных самолета.

В результате по итогам года операционные расходы авиакомпании упали на 28.2 %. Показатель ЕБИТДА сократился на 13.5 % до \$ 423 млрд. В то же время, ЕБИТДА margin компании осталась неизменной по сравнению с 2008 г. (12.6%).

На уровне денежных потоков Аэрофлота сокращение было более существенным. За счет увеличения оборотного капитала операционный денежный поток авиакомпании упал более чем в 2 раза – до \$ 228.5 млн. Чистый денежный поток стал отрицательным.

Весной 2010 г. Аэрофлот привлек 12-миллиардный кредит от Сбербанка на выкуп блокпакета своих акций у НРБ. Данный кредит был успешно рефинансирован двумя 3-летними выпусками облигаций по 6 млрд руб. (были размещены с купоном 7.75%, сейчас торгуются с доходностью 8.0-8.1% годовых). Насколько мы понимаем, Аэрофлот заключил сделку валютного свопа, посредством которого купонные денежные потоки в рублях обмениваются посредством контрагентов на потоки в евро по эффективной ставке 3.89%.

Мы находим такой своп очень выгодным для компании и считаем, что у нее нет необходимости страховать свои валютные риски по этой сделке. Дело в том, что более 1/3 выручки Аэрофлота (относится к европейским рейсам) имеет привязку к евро, причем порядка 13% получают непосредственно в евро. Этих сумм явно достаточно для обслуживания денежных потоков по бондам, при этом как в случае девальвации, так и в случае укрепления рубля к евро, Аэрофлот не понесет никаких переоценок.

По данным газеты «Маркер», в Аэрофлоте приняли решение связать ставку купона по

размещенным облигациям к цене на авиационное топливо. При росте стоимости керосина ставка купона будет сокращаться, при снижении — увеличиваться. Во время размещения подобные условия прописаны не были, они будут регулироваться дополнительным соглашением с кредиторами.

Мы скептически относимся к желанию Аэрофлота переложить свои отраслевые риски на держателей облигаций. Это противоречит сложившейся практике долгового рынка. Конечно, многое зависит от модели денежных потоков, которую предложит «Аэрофлот». В первом приближении нам кажется, что невозможность точно рассчитать доходность к погашению резко сузит базу потенциальных покупателей.

Если говорить об облигациях Аэрофлота, то при спреде к кривой РЖД менее 50 б.п., мы находим их вполне дорогими облигациями.

Михаил Лямин, Леонид Игнатьев

МЭР РФ снижает прогноз выручки сетей

Как сообщает Reuters, министр экономического развития Эльвира Набиуллина прогнозирует рост выручки ФСК в 2011 г. в размере 15 % вместо планировавшихся ранее 30 %. По словам министра, аналогичные решения по ограничению тарифов будут приниматься и по МРСК.

На наш взгляд, ограничение роста тарифов в 2011 г. будет достигнуто путем удлинения срока регулирования. Благодаря механизму сглаживания тарифов, выпадающие доходы ФСК и МРСК, вызванные ограничением тарифов, будут возвращены в более поздний срок. При условии удлинения срока регулирования с 3 до 5 лет выпадающие доходы 2011 г. будут возвращены ФСК не позднее 2014 г., МРСК – 2015 г. Мы отдельно отмечаем, что половину расходов МРСК составляют так называемые неподконтрольные расходы (компенсация потерь и услуги ФСК), и поэтому ограничение тарифов на электроэнергию будет частично компенсировано распределением сокращением операционных расходов.

По нашим оценкам, введение ограничения окажет наибольшее влияние на компании, являющиеся главными бенефициарами перехода на RAB-регулирование. К таким компаниям мы относим Ленэнерго, МРСК Юга и МРСК Волги. В то же время, ограничение роста тарифов в 15 % может не затронуть МОЭСК и МРСК Северо-запада.

Возможное сглаживание выручки в 2011 г.

	Снижение выручки, млн \$	% от прогнозной выручки
ФСК	647	16
Ленэнерго	197	25
МРСК Юга	143	21
МРСК Сибири	463	18
МРСК Волги	174	13
МРСК Центра	190	10
МРСК СК	18	5
МРСК Урала	82	5
МРСК ЦП	18	1
МРСК СЗ	-	
МОЭСК	-	

Источник: Аналитический департамент Банка Москвы

Ограничение роста тарифов сетей и перераспределение денежных потоков на более поздние даты может вызвать негативную реакцию рынка. Понижение выручки по сравнению с утвержденным значением дискредитирует идею долгосрочных тарифов, которые не должны подлежать пересмотру. В случае если выпадающие доходы не будут возвращены компаниям, то денежный поток ФСК сократится на величину, равную \$647 млн, поток Холдинга МРСК – более \$1.0 млрд.

Михаил Лямин, Иван Рубинов

Мировая экономика

Рост мировой экономики незначительно замедлился в мае

Индексы PMI services, характеризующие деловую конъюнктуру в сфере услуг, зафиксировали некоторое замедление роста в секторе в мае. Индекс Global Services PMI снизился до 56.3 пунктов по сравнению с 56.8 в апреле (максимум за 33 месяца). Абсолютное значение индекса находится на достаточно высоком уровне и не позволяет усомниться в том, что восстановление мировой экономики в сфере услуг продолжается. Этот вывод подтверждается и динамикой занятости – соответствующая компонента индекса PMI Services выросла в мае с 50.0 до 50.6, сигнализируя о том, что сектор услуг перешел к устойчивому созданию новых рабочих мест.

В странах Евророзны рост деловой активности в сфере услуг по итогам минувшего месяца ускорился, в США и Великобритании сохранились стабильно высокие темпы роста. В то же время в Китае наблюдалось заметное охлаждение деловой конъюнктуры: индекс PMI Services по Китаю снизился на 2.1 пункта до 56.4. Эти данные наряду со статистикой по промышленному сектору (см. наш daily от 2 июня) подтверждают вывод о начавшемся замедлении китайской экономики. Причем это замедление, судя по индексам PMI, носит довольно ощутимый характер – так, композитный индекс PMI по Китаю, включающий в себя информацию и по сектору услуг, и по промышленности, упал в мае до минимального уровня за последние 12 месяцев, составив 54.2 пункта.

Индексы PMI services, с учетом сезонной корректировки

	Май 10	Апр.10	Март 10	Февр.10	Янв.10
Global Services PMI	56.3	56.8	56.0	52.7	51.2
США	55.4	55.4	55.4	53.0	50.5
Япония	47.5	50.2	48.3	44.6	43.4
Евророзна	56.2	55.6	54.1	51.8	52.5
Германия	54.8	55.2	54.9	51.9	52.2
Франция	61.4	59.2	53.8	54.6	56.3
Италия	53.7	54.5	55.3	50.8	50.9
Испания	52.3	50.9	51.3	47.1	48.8
Ирландия	52.4	51.0	49.6	48.8	44.4
Великобритания	55.4	55.3	56.5	58.4	54.5
Китай	56.4	58.5	58.7	56.7	56.8
Индия	58.2	62.1	58.1	60.9	59.0
Бразилия	52.3	52.2	55.2	55.8	54.2
Россия	55.9	56.9	53.6	51.0	51.9
Австралия	47.5	52.3	48.4	48.3	47.4

Источники: Markit, Аналитический департамент Банка Москвы

В России индекс PMI Services снизился в мае с 56.9 до 55.9. Значение индекса свидетельствует о сохранении достаточно высоких темпов роста в сфере услуг, однако по сравнению с апрелем темпы улучшения замедлились. В частности, замедлился рост новых заказов, деловой активности, лишь незначительный прирост продемонстрировал показатель занятости. В то же время значение показателя «Деловые прогнозы» свидетельствует о высоком уровне оптимизма у бизнеса относительно перспектив роста.



Источники: Markit, Аналитический департамент Банка Москвы

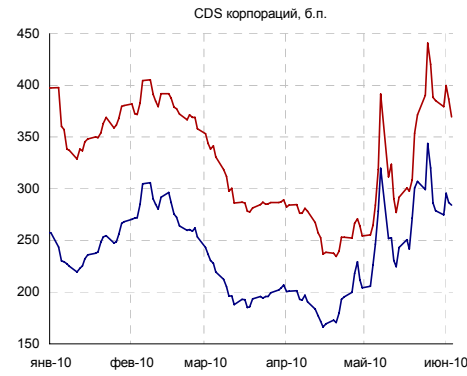
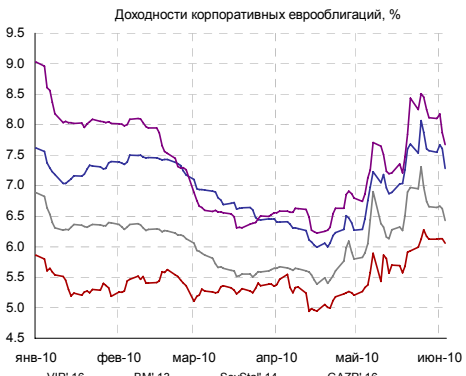
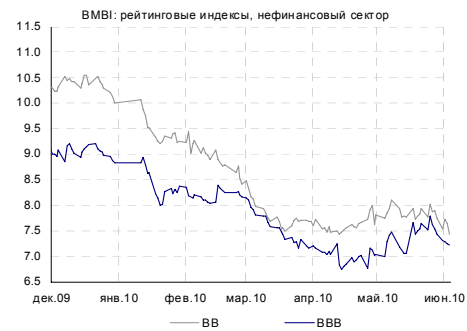
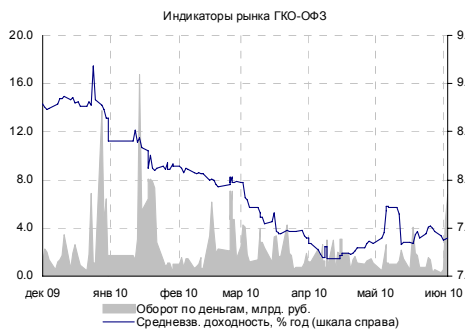
Композитный индекс Global&Services PMI, описывающий глобальную ситуацию и в сфере услуг, и в промышленности, снизился в мае с 57.7 до 57.0. Это свидетельствует о замедлении роста мировой экономики, но очень незначительном. Последние значения этого индекса позволяют смело утверждать, что мировая экономика растет фактически с докризисными темпами. О том, что ситуация в мире в целом остается благоприятной, свидетельствует и динамика занятости – соответствующая компонента индекса Global&Services PMI выросла в мае с 50.8 до 51.4. Эти данные косвенно указывают на снижение общего уровня безработицы, что должно позитивно отразиться на динамике потребления.

Подводя итоги, можно резюмировать, что пока финансовые потрясения, наблюдавшиеся на рынках в мае, не оказали значимого влияния на мировую экономику. В то же время Китай остается источником беспокойства.

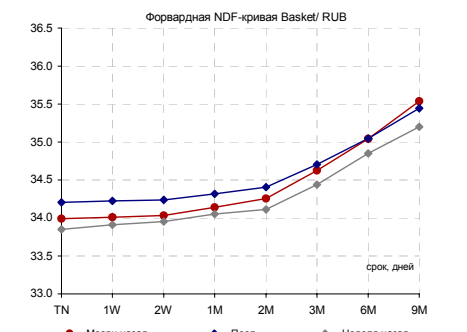
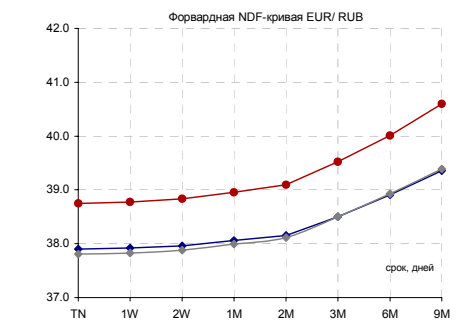
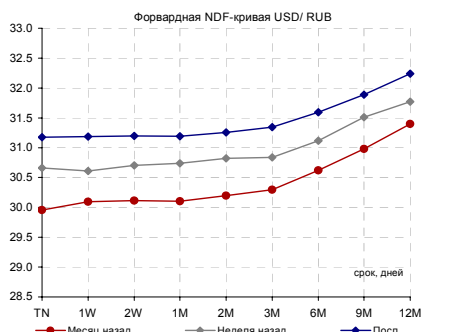
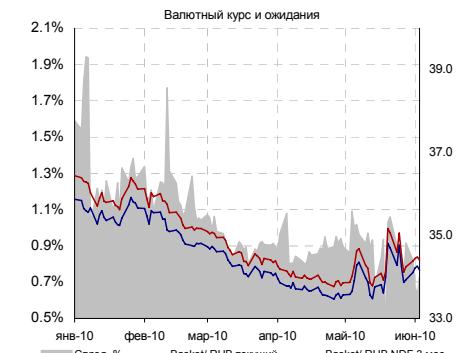
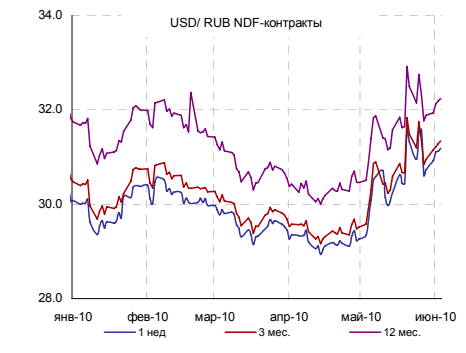
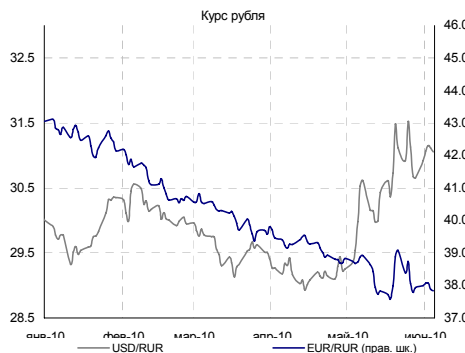
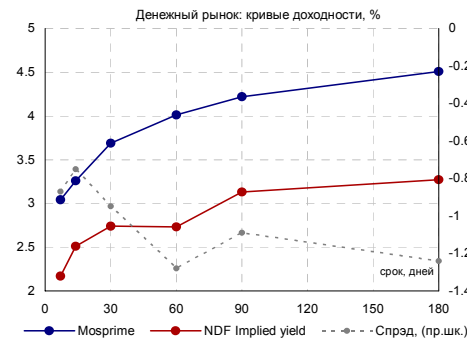
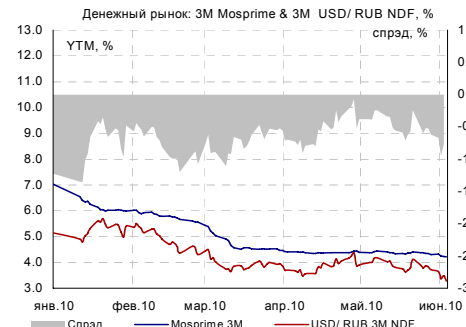
Справочно: индексы **PMI Services** рассчитываются на основании опросов крупнейших предприятий, работающих в сфере услуг. В ряде стран этот индекс рассчитывается на основании только одного показателя (предприятия просят ответить на вопрос – уменьшилась или увеличилась деловая активность на предприятии в течение последнего месяца); в других странах индекс PMI Services рассчитывается как композиция различных индикаторов (деловая активность, новые заказы, занятость и т.п.). Значение индекса ниже 50 свидетельствует о сокращении деловой активности в сфере услуг, выше 50 – о росте. Чем выше/ниже индекс, тем быстрее темпы роста/падения деловой активности. Экономисты используют индексы PMI как один из наиболее надежных опережающих индикаторов бизнес-цикла.

Кирилл Трemasов, к.э.н.

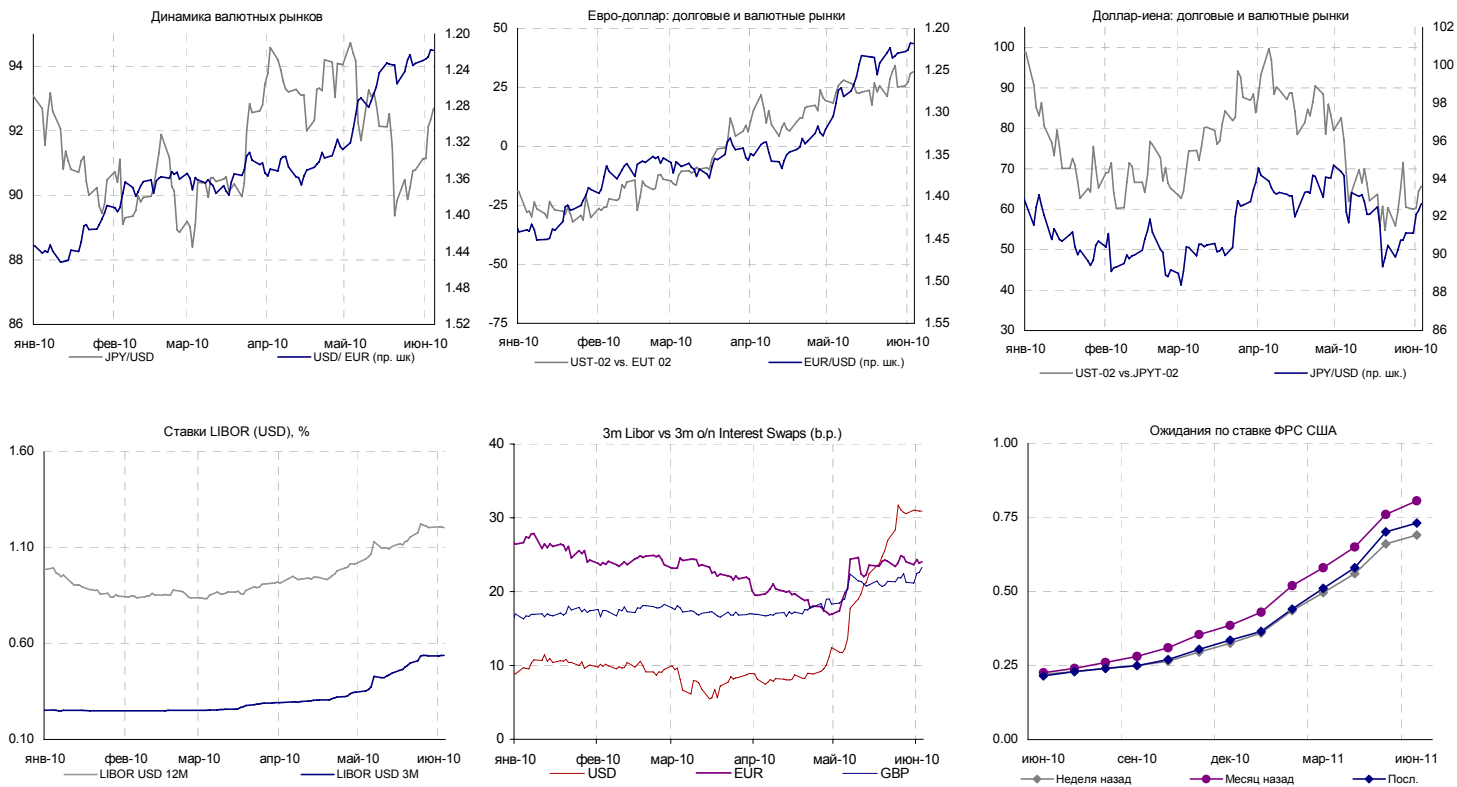
Российский долговой рынок



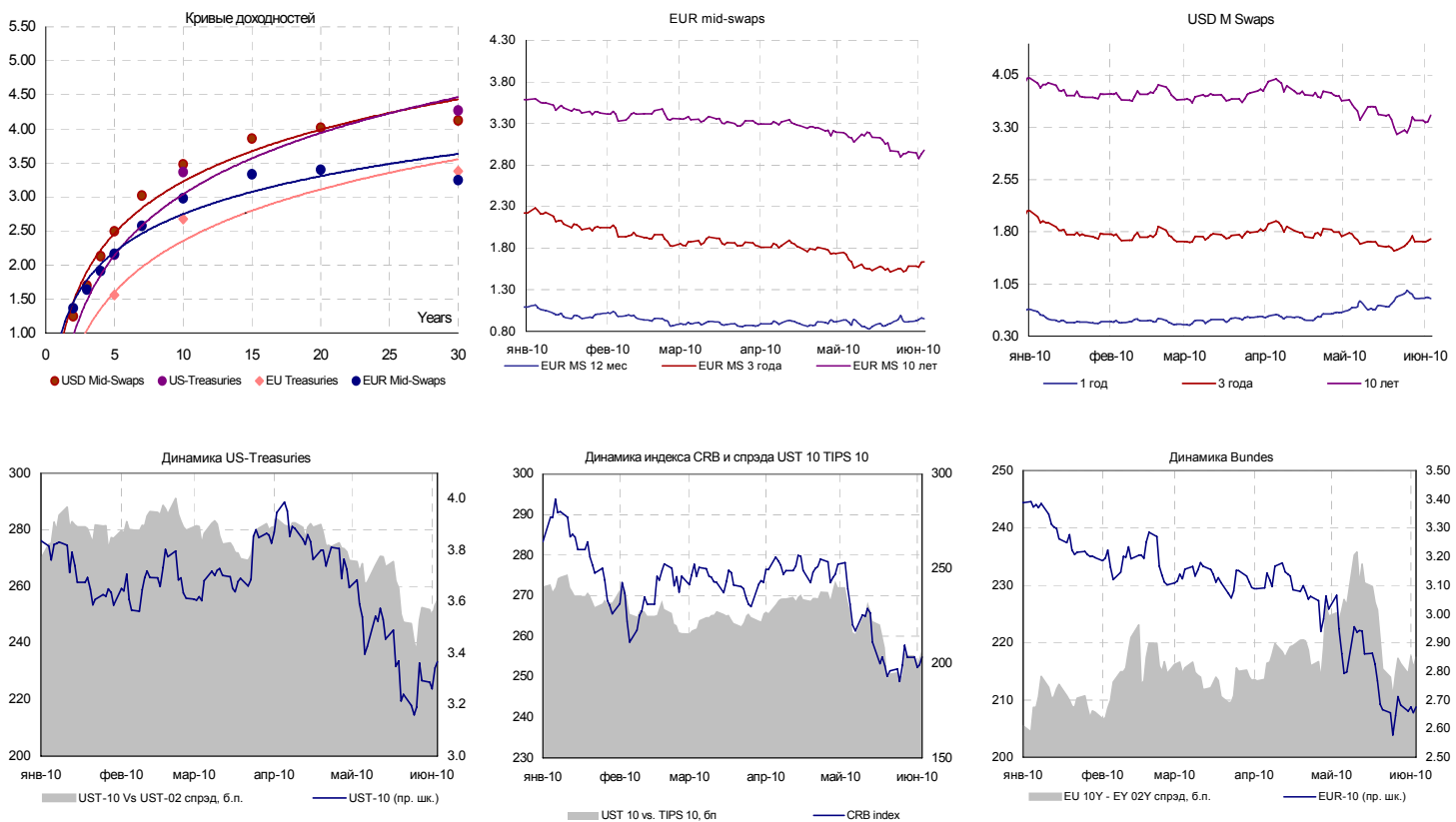
Денежно-валютный рынок



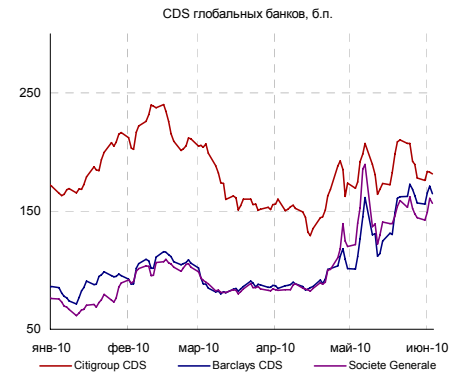
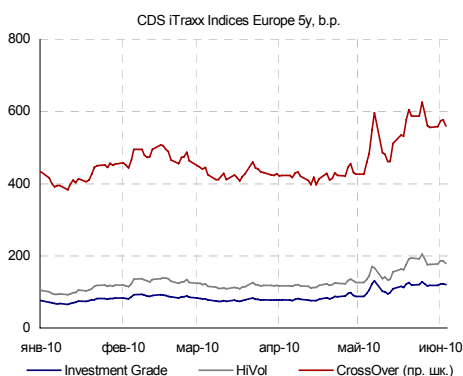
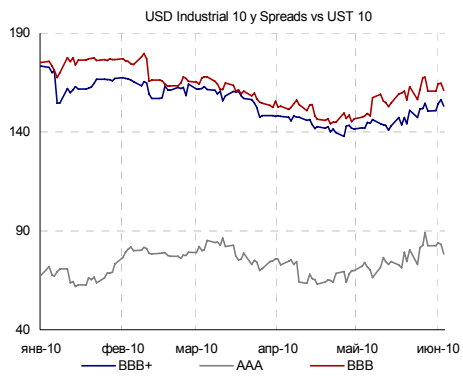
Глобальный валютный и денежный рынок



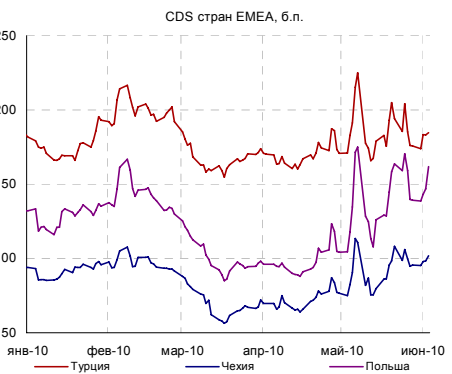
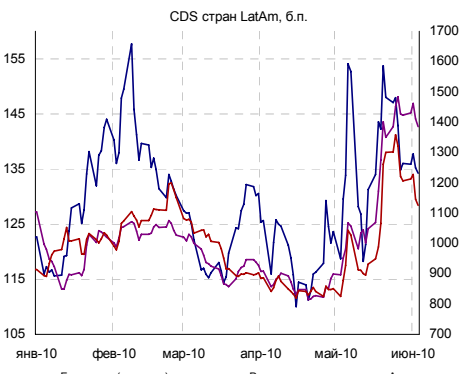
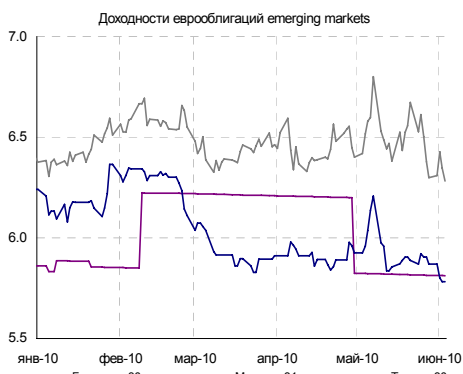
Глобальный долговой рынок



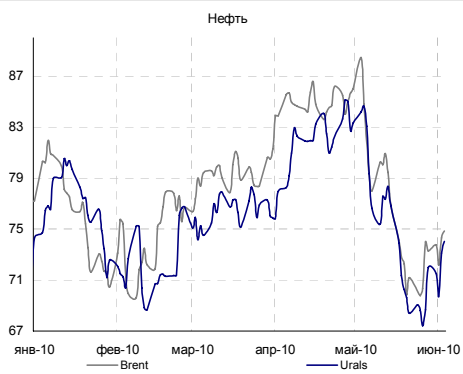
Глобальный кредитный риск



Emerging markets



Товарные рынки



Источники: Bloomberg, расчеты Банка Москвы

КАЛЕНДАРЬ ОФЕРТ И ПОГАШЕНИЙ

Дата*	Выпуск	В обращении, млн. руб.**	Событие	Цена оферты, %	Выплата, млн. руб.
10.06.2010	АлмГрэйс 1	300	Оферта	100	300
10.06.2010	Евроком ФК2	3 000	Погаш.	-	3 000
10.06.2010	КМЗ-Фин 01	2 000	Погаш.	-	2 000
10.06.2010	МетарФ 01	500	Погаш.	-	500
10.06.2010	ПО УОМЗ	1 000	Погаш.	-	1 000
10.06.2010	УЗПС 01	1 500	Погаш.	-	1 500
11.06.2010	ОГК-3 об-1	3 000	Оферта	100	3 000
11.06.2010	СудострБ-2	1 000	Погаш.	-	1 000
13.06.2010	КБРенКап-3	4 000	Оферта	100	4 000

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru**Директор департамента**

Тремасов Кирилл, к.э.н

Tremasov_KV@mmbank.ru**Управление рынка акций****Стратегия, Экономика**

Тремасов Кирилл, к.э.н

Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий, CFA

Volov_YM@mmbank.ru**Нефть и газ**

Борисов Денис, к.э.н

Borisov_DV@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей, к.э.н

Vahrameev_SS@mmbank.ru**Электроэнергетика**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Рубинов Иван

Rubinov_IV@mmbank.ru**Металлургия, Химия**

Волов Юрий, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kucherov_AA@mmbank.ru**Банки, денежный рынок**

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru**Потребсектор, телекоммуникации**

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Горячих Кирилл

Goryachih_KA@mmbank.ru**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru**Управление долговых рынков**

Игнатьев Леонид

Ignatiev_LA@mmbank.ru

Сарсон Анастасия

Sarson_AY@mmbank.ru

Горбунова Екатерина

Gorbunova_EB@mmbank.ru

Турмышев Дмитрий

Turmyshev_DS@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.