

Пульс рынка

- Ожидание новых мер по предотвращению долгового кризиса в ЕС (расширения каналов рефинансирования ЕЦБ, а также экстренных мер, предпринимаемых Грецией для соблюдения бюджетных ограничений) способствовало закрытию коротких позиций в акциях. Наиболее сильный отскок произошел в европейских и азиатских индексах акций, которые подорожали на 4-5%, в то время как американские индексы прибавили порядка 1%. На рынке UST наблюдался рост доходностей, в частности, 10Y UST сейчас на 25 б.п. выше своего минимального значения. Поскольку фундаментально ничего не изменилось, мы считаем, что вчерашнее ралли на рынках рискованных активов является временной коррекцией в рамках сохраняющегося нисходящего тренда. Катализатором новой волны бегства в качестве может стать, например, порция макростатистики по США (сегодня будут опубликованы данные по заказам на товары длительного пользования), а также выступление Б.Бернанке.
- Повышение котировок нефти Brent (выше 106 долл./барр.) способствовало сужению кредитных спредов по суверенным долгам развивающихся стран (в том числе CDS на Россию сократился до 280 б.п.), однако кредитная премия России к Бразилии по-прежнему остается на уровне 100 б.п.
- Вчера глава ЦБ Сергей Игнатьев сообщил, что для сглаживания колебаний курса рубля Банк России с начала сентября продал чуть более 6 млрд долл., подтвердив новые границы плавающего коридора на уровне 32,5-37,5 руб., что, как мы и ожидали, подразумевает 5 смещений по 5 копеек вверх по сравнению с началом месяца, когда границы составляли 32,15-37,15 руб. Озвученные оценки полностью согласуются с нашими ожиданиями. Половина из 6 млрд долл., по нашим оценкам, пришлось на нецелевые интервенции, а объем целевых продаж варьировался от 100 до 400 млн долл. по мере движения к верхней границе плавающего коридора. Отметим, что в терминах наших более ранних прогнозов динамика курса рубля сейчас соответствует ситуации на границе базового и негативного сценария, что сопряжено с оттоком капитала в месяц порядка 8 млрд долл. (см. наш ежедневный обзор от 21.09.11).
- На рынке рублевых облигаций произошло заметное восстановление котировок, в частности длинные выпуски ОФЗ 26204 и 26206 подросли в цене на 80 б.п., что, скорее всего, стало следствием закрытия коротких позиций, чему также способствовала отмена Минфином аукциона ОФЗ на этой неделе.
- За последние несколько дней мы отметили появление в списке РЕПО ЦБ облигаций эмитентов с рейтингом ниже ВВ-/Ваз, которые регулятор уже давно не вносил в список. Из таких бумаг были включены ЛОКОБанк БО-1, СКБ Банк БО-5, Акрон-4.5, Мечел-17,18,19, что может оказать некоторую поддержку их котировкам. Данное действие регулятора согласуется с нашими ожиданиями по расширению инструментов рефинансирования ЦБ РФ.
- Низкий спрос на аукционе по 7-ми дневным депозитам Минфина (который составил всего 56 млрд руб. в то время как предложено было 130 млрд руб.) на фоне высокой задолженности по РЕПО с ЦБ (вчера банки привлекли порядка 186 млрд руб.) мы связываем с небольшой срочностью предложенного депозита. На завтрашнем аукционе по размещению депозитов Минфина (в размере 70 млрд руб.) с погашением 7-ого декабря (68 дней) спрос, скорее всего, будет выше.

Темы выпуска

- Высокие остатки в ЦБ, будет ли падать овернайт?
 - Аэрофлот - преобразования не ухудшат кредитный профиль
-

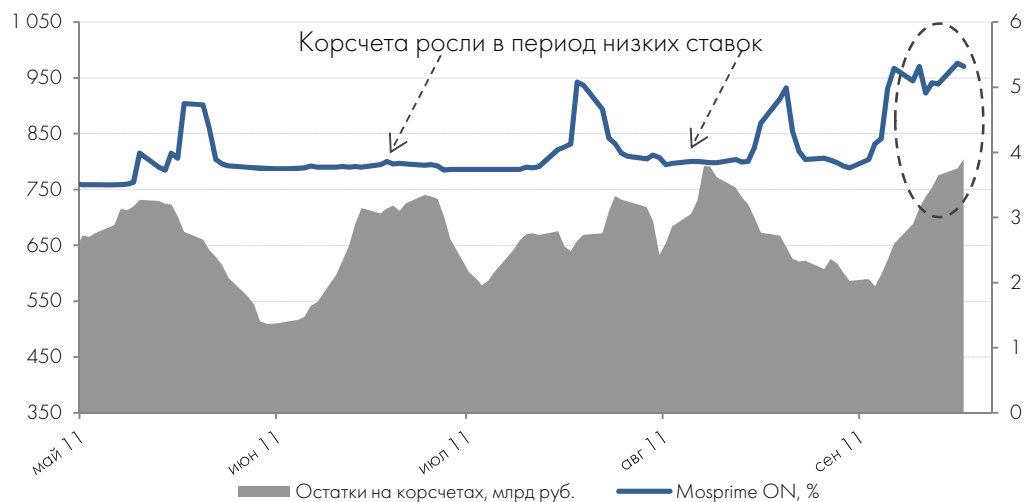
Высокие остатки в ЦБ, будет ли падать овернайт?

Ситуация с ликвидностью остается сложной. Отток рублевых средств через валютный рынок вкуче с интервенциями ЦБ и уплатой налогов приводит к возникновению "перекосов", ограничивающих возможности локального денежного рынка.

При всей напряженности с ликвидностью, которую мы наблюдаем сейчас, такой высокий объем РЕПО с ЦБ не оправдан с точки зрения текущих показателей ликвидности. Даже налоги не помешали восстановлению объема остатков на корсчетах в ЦБ в последние дни. К утру вторника остатки возросли до 768 млрд руб., а на депозитах до 168 млрд руб. Такого объема средств уже вполне достаточно, чтобы расплатиться по основным налогам, а значит, потребность в РЕПО с ЦБ должна быть небольшой, а ставки денежного рынка не должны быть такими высокими. Напротив, банки продолжают использовать этот инструмент в больших объемах - ежедневно в среднем 150 млрд руб.. Безусловно, такие остатки связаны с активным привлечением депозитов Минфина, но срок возврата этих средств оставляет пространство для более эффективного их использования.

О том, что свободные средства у банков имеются свидетельствует и то, что некоторые кредитные организации продолжают пополнять депозиты в ЦБ под 3,75%, в то время как, разместив их на межбанковском рынке, можно получить более 5%. Обычно в рамках одного месяца пик накопления остатков на счетах в ЦБ приходится на период низких ставок, то есть доналоговый период. Сочетание роста остатков на счетах в ЦБ при восходящей динамике ставок денежного рынка наблюдается впервые с начала года и является нетипичным для этого периода.

Динамика остатков на корсчетах в ЦБ РФ и ставок денежного рынка



Источник: ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

Возникает вопрос, почему банки, располагающие достаточным объемом средств, не используют их для кредитования других банков на межбанковском рынке, где ставка выше, а наращивают запасы на балансах ЦБ. Этому может быть несколько причин. По нашему мнению, сложившаяся напряженная ситуация на денежном рынке, прежде всего, вызвана ростом валютной позиции банков. Для ее фондирования текущих лимитов МБК и валютных свопов уже не хватает, поэтому банки вынуждены обращаться за рефинансированием в ЦБ. Перераспределение ликвидности из-за масштабных покупок валюты не способствует циркуляции рублей в системе: банки, обладающие свободными средствами, уже не имеют возможности своевременно предоставить их рынку из-за наполненности лимитов. Кроме того, даже имея достаточный объем рублей для финансирования своих текущих нужд, некоторые банки могут придерживать свою свободную ликвидность, опасаясь ее дефицита в будущем. Такая ситуация может породить волну недоверия на межбанковском рынке, которая вкуче с другими факторами еще больше усилит спрос на РЕПО с ЦБ и может вызвать дальнейший рост ставок овернайт.

Аэрофлот - преобразования не ухудшат кредитный профиль

Аэрофлот (Fitch: BB+), крупнейшая российская авиакомпания, опубликовал финансовые результаты по МСФО за 1П 2011 г., которые мы оцениваем позитивно. Выручка группы увеличилась на 26% до 2,3 млрд долл., при этом рост показателя EBITDA составил 21% до 331 млн долл. Общий долг группы в абсолютном выражении почти не изменился, составив 2,2 млрд долл., а в отношении к показателю LTM EBITDA - 2,9x. Благодаря значительному объему денежных средств на балансе компании отношение Чистый долг/LTM EBITDA значительно меньше - 1,64x на конец 1П 2011 г.

За отчетный период были завершены сделки по продаже непрофильных и/или убыточных активов (Нордавия, СК Москва, ТЗК Шереметьево, Дейт), что принесло разовую прибыль в размере 200 млн долл. и позволило де-консолидировать накопленный убыток этих активов (98 млн долл.).

Ключевые финансовые показатели Аэрофлота

в млн долл., если не указано иное	1П 2011	1 П 2010	изм.
Выручка	2 344	1 854	+26%
EBITDAR	501	437	+15%
Рентабельность по EBITDAR	21,4%	23,6%	-2,2 п.п.
EBITDA	331	274	+21%
Рентабельность по EBITDA	14,1%	14,8%	-0,7 п.п.
Чистая прибыль	377	18	+20,9x
Операционный поток	599	423	+42%
Инвестиционный поток	-285	-67	+4,2x
Финансовый поток	-154	151	-

в млн долл., если не указано иное	30 июня 2011	31 дек. 2010	изм.
Краткосрочный долг, в т. ч.	227	166	+37%
финансовый лизинг	114	104	+10%
Долгосрочный долг, в т. ч.	1 936	1 881	+3%
финансовый лизинг	662	630	+5%
Совокупный долг	2 163	2 047	+6%
Чистый долг	1 287	1 387	-7%
Чистый долг/EBITDA*	1,64x	1,91x	-

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Наибольший рост выручки произошел за счет duty-free

Наибольший рост продемонстрировали доходы, сопутствующие перевозкам, которые выросли на 57% до 416 млн долл. Их повышение, главным образом, было связано с открытием продаж дочерней компании AirFirst (которая была консолидирована во 2П 2010 г.) в зонах duty-free аэропорта Шереметьево (терминалы D и F), а также ростом выручки от аэропортовых услуг и заправки топливом.

По темпам повышения пассажирооборота Аэрофлот обгоняет рынок

Выручка от перевозок выросла на 21% до 1,9 млрд долл., при этом ее доля в общем результате сократилась на 3 п.п. до 82%. Повышение доходов от перевозок было обусловлено преимущественно ростом объема пассажирских перевозок на международных линиях: увеличение пассажирооборота, тоннокилометража и пассажиропотока на 20%, 13% и 18%, соответственно. Стоит отметить, что динамика основных операционных показателей Аэрофлота выглядит лучше средних показателей роста как отрасли, так и крупнейших европейских авиакомпаний (Lufthansa и AirFrance).

Процент занятости кресел остался на относительно высоком уровне - 75%. По показателям пассажиропотока и пассажирооборота доля компании на всем рынке гражданской авиации РФ выросла до 28,3% и 26,3%, что позволило ей стать лидером на внутренних линиях. Стоит отметить снижение объема перевезенных грузов и почты как на внутренних, так и на внешних линиях на 5% и 6%, соответственно.

Планируется экспансия в Азию...	Рост тарифов на авиаперевозки также стал фактором увеличения выручки, однако, его вклад в сравнении с динамикой операционных показателей был менее значительным.
... а также увеличение доли транзита до 60%.	Аэрофлот расширяет маршрутную сеть в азиатском регионе (было открыто 4 новых регулярных рейса), что пока приводит к опережающему росту предложения провозимых емкостей (ASK) в сравнении с приростом пассажирооборота (RPK) на этих направлениях (+33% против 41%).
По операционной прибыльности Аэрофлот выглядит лучше Lufthansa и AirFrance	Транзитный пассажиропоток компании вырос на 19,6%, составив 2,18 млн человек, или 33% от общего пассажиропотока. В ходе презентации компания озвучила свои планы по увеличению доли транзита в общем пассажиропотоке до 60%, что соответствует уровню иностранных авиаперевозчиков.
Капитальные расходы профинансированы за счет собственных средств	В целом повышение операционных затрат оказалось на одном уровне с ростом выручки. Наибольший вклад в увеличение себестоимости внесли расходы на ГСМ (+43%), услуги по обслуживанию самолетов и трафика (+33%) и расходы на персонал (+36%), которые занимают наибольшие доли в структуре затрат (15%, 29% и 20%, соответственно). Планируется увеличить операции хеджирования расходов на ГСМ (керосин) с использованием производных финансовых инструментов. Компания ожидает стабилизацию удельного расхода топлива на текущем уровне (330 гр/ткм). Рентабельность по EBITDA снизилась на 1 п.п. до 14% по группе и выросла на 1 п.п. до 16% по ОАО "Аэрофлот", что обусловлено изменением бизнес-структуры группы с концентрацией центра прибыли на ОАО "Аэрофлот". Группа демонстрирует один из наиболее высоких показателей рентабельности по EBITDA в отрасли.
Есть доступ к дешевым источникам фондирования	Денежный поток от операционной деятельности вырос на 41% до 0,6 млрд долл., при этом большая его часть была образована за счет снижения инвестиций в оборотный капитал в связи с увеличением числа билетов, продаваемых задолго до вылета. Капитальные расходы, которые, в основном, образуются из предоплаты за самолеты, приобретаемые в финансовый лизинг, составили 376 млн долл., что полностью покрывается операционным денежным потоком. Денежные средства и эквиваленты на балансе выросли на 216 млн долл., при этом чистый долг снизился на 170 млн долл. Отметим, что парк самолетов Аэрофлота является самым современным и молодым в Европе. 89 (SSJ, Airbus, Boeing) из 109 воздушных судов имеют средний возраст менее 6-ти лет (по данным на 23 сентября). В 2011 г. планируется поступление еще 11 самолетов по действующим контрактам, при этом 4 самолета будут выведены из эксплуатации (Ту-154, 2 Ил-86, Boeing-767).
Деконсолидация Шереметьево-3 и приобретение региональных авиалиний не ухудшит кредитное качество эмитента	Аэрофлот намерен продолжить использование кредитных лимитов экспортных агентств для приобретения современных самолетов иностранного производства, что позволит удерживать эффективную процентную ставку фондирования на низком уровне. Порядка 65% всего долга имеет фиксированную процентную ставку, что снижает чувствительность к процентному риску. Эффективная ставка по лизингу за 1П 2011 г. составила 3,1% годовых в валюте. До конца года Аэрофлот планирует деконсолидировать ОАО "Терминал" (Шереметьево-D), что приведет к снижению чистого долга в абсолютном выражении на 836 млн долл. (до 480 млн долл.) и в отношении к показателю LTM EBITDA до 0,6х, при этом выручка сократится лишь на 4%. Однако группа приобретает 6 региональных российских авиалиний, которые находятся под контролем Ростехнологий, в обмен на свои казначейские акции. В ходе презентации представитель Аэрофлота оценил размер долга этих региональных авиалиний на уровне 750 млн долл. (без учета FX), при этом их убыток на уровне EBITDA составляет 81 млн долл. После консолидации Аэрофлот ожидает появление определенного синергетического эффекта. Таким образом, долговая нагрузка Аэрофлота в результате упомянутых преобразований, скорее всего, не изменится. Большой риск для кредитного профиля эмитента представляет, на наш взгляд, развитие финансового кризиса, что может вызвать ухудшение операционных показателей. В текущей рыночной конъюнктуре мы не видим торговых идей в обращающихся выпусках Аэрофлот БО-1,2 (YTM 8,5% к погашению в апреле 2013 г.).

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Александр Дорошенко		(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин		(+7 495) 721 2846
-----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 221-9801

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.