

## Пульс рынка

---

- ▶ **Европейский кризис вновь напомнил о себе, качнув "качели" настроений в "медвежью" сторону.** Прошлая неделя, начавшаяся под знаком повышенного аппетита к риску на фоне публикации корпоративной отчетности, завершилась на минорной ноте: еврозона вновь напомнила о своих проблемах. Ожидания скорого выхода Греции из зоны евро нарастают. Завтра состоится визит представителей тройки (ЕЦБ, МВФ, ЕС) в Афины для проверки соблюдения страной бюджетных ограничений, что является необходимым условием для получения помощи. По словам представителя Германии, антикризисное финансирование Греции будет остановлено в случае выявления нарушений. Рост анти-европейских настроений в Греции, которая ищет возможности для смягчения бюджетных ограничений, с одной стороны, и жесткая позиция Германии, с другой, оставляют мало шансов для сохранения Греции внутри еврозоны даже в среднесрочной перспективе. Следующим "слабым звеном", по мнению рынка, является Испания, доходности суверенных облигаций которой подскочили до YTM 7,25%. Недавно принятые парламентом меры экономии в объеме 65 млрд евро, которые затронули в том числе расходы бюджета на социальные программы, вызвали массовые протесты, что осложняет проведение фискальной консолидации ("внутренней девальвации"). На наш взгляд, повышенный риск недоверия внутри еврозоны в части выполнения взятых на себя обязательств не позволит проводить масштабные антикризисные мероприятия (в том числе выпуск единых облигаций, выкуп облигаций периферийных стран на баланс ЕЦБ). Сегодняшний день, скорее всего, будет проходить под знаком бегства в качество.
- ▶ **ВТБ и "Perpetuum Mobile".** ВТБ начал road-show выпуска бессрочных (perpetual) еврооблигаций с субординацией на уровне капитала 1-го уровня. Этот весьма редкий инструмент сочетает в себе свойства привилегированных акций (бесконечный срок обращения) и обычных субординированных облигаций (фиксированная/плавающая ставка купона). Успешное размещение этих бумаг позволит ВТБ увеличить как достаточность общего капитала по Базелю (13,7%), так и показатель Н1, текущее значение которого нельзя назвать высоким (11,89% на 1.07.2012 г.). Например, выпуск таких облигаций на 500 млн долл. приведет к росту достаточности капитала на 0,20-0,25 п.п. По нашему мнению, решение ВТБ в пользу выпуска "вечных" облигаций вместо размещения акций обусловлено, с одной стороны, желанием увеличить капитал 1-го уровня, а с другой, большим спросом инвесторов на инструменты с фиксированной доходностью (бегство от волатильности). Редкость таких гибридных инструментов на рынке делает нетривиальной оценку справедливого уровня доходности, которая должна содержать, как минимум, премию за субординацию по сравнению со старшими облигациями (plain vanilla). При этом экономически целесообразная для эмитента доходность ограничена возвратом на капитал (по итогам 1 кв. у ВТБ - 15%). В качестве ориентира можно рассматривать "вечные" облигации (с рейтингом S&P: BB) крупнейшего банка Латинской Америки Banco do Brasil (BBB/Vaa2/BBB), имеющего близкий набор кредитных рейтингов с ВТБ, которые были размещены в начале этого года в объеме 1,75 млрд долл. со ставкой купона 9,25% годовых. Сейчас они торгуются выше номинала на уровне 114%, что соответствует YTM 8,05%/DTW 7,0.
- ▶ **В окно на "первичку" могут успеть не все.** Начавшееся на прошлой неделе снижение цен на рынке госбумаг в рамках фиксации прибыли сегодня усилится под влиянием коррекции цен на нефть (котировки Brent просели ниже 105 долл./барр.) и ослабления курса рубля (корзина выросла на 30 копеек до 35,50 руб.). В таких условиях аппетита на первичном рынке может не хватить для освоения всего объема предложения: в частности, в пятницу очередь на "первичку" пополнили ВТБ (25 млрд руб.), а также ПСБ (3 млрд руб.). РСХБ завершил доразмещение рублевых облигаций RSHB 17 в объеме 10 млрд руб. по цене 101% от номинала (вторичный рынок находится на уровне 101,6%). Мы считаем, что спред RSHB17-RSHB16 (40 б.п.) не должен превышать наклон кривой ОФЗ (25 б.п.).

## Темы выпуска

---

- ▶ **Акрон и ФосАгро уладили спор мирным путем**

## Акрон и ФосАгро уладили спор мирным путем

### Конфликт разрешен быстро

Акрон (-/B1/B+) и ФосАгро в совместном заявлении объявили о достижении во внесудебном порядке договоренности по поставкам апатитового концентрата с ОАО Апатит на заводы группы Акрон. Так, согласно соглашению, компании установили новую цену на поставки апатитового концентрата до конца 2012 г., при этом объемы должны полностью обеспечить потребности Акрона. Установленная цена является коммерческой тайной, и обе компании отказались ее раскрывать.

### Запасной путь сбыта руды при запуске ГОКа обеспечен

Кроме того, компании договорились о приобретении Апатитом апатит-нефелиновой руды, которая будет добываться на месторождении Олений Ручей в 2012-2013 гг. в случае появления у Акрона излишков сырья. Напомним, что Акрон планирует ввести в эксплуатацию собственный ГОК в конце июля с выходом на полную мощность (1 млн тонн апатитового концентрата) в конце этого года. Таким образом, Акрон обеспечил себе запасной вариант сбыта руды в случае, если добыча временно превысит переработку.

### Акрон отказался от участия в конкурсе по Апатиту

Кроме того, Акрон объявил, что отказывается от участия в конкурсе на госпакет акций Апатита (26%), что мы считаем позитивным для кредитных метрик компании, т.к. риск переплаты за данный непрофильный актив без реальных возможностей управления и потенциального размытия доли собственности теперь снят, и Акрон может сосредоточиться на развитии своих ключевых добывающих активов. С учетом покупки 12% акций польского производителя удобрений Azoty Tarnow примерно за 100 млн долл., мы оцениваем, что долговая нагрузка Акрона останется на комфортном уровне (Чистый долг/EBITDA не превысит 2x на конец этого года).

Ликвидность в обращающихся рублевых облигациях эмитента практически отсутствует. В июле эмитент досрочно погасил в рамках реорганизации облигации серий 02, 04, 05 на общую сумму ~3,4 млрд руб. В настоящий момент у Акрона зарегистрировано 6 выпусков рублевых облигаций на общую сумму 30 млрд руб., в т.ч. 3 выпуска биржевых облигаций на 15 млрд руб.

## Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

### Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Лукойл
Башнефть	Новатэк
БКЕ	Татнефть
Газпром	Транснефть
Газпром нефть	ТНК-ВР

### Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

### Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

### Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

### Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа банк	ВТБ
Азиатско-	ВЭБ
Тихоокеанский Банк	
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	ЧТПЗ
Норильский	Uranium One
Никель	

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

### Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

### Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

### Прочие

АФК Система
-------------

КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

## Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Макростатистика мая: позитив, надолго ли?  
Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

### Инфляция

Инфляция: на низком старте

### Валютный рынок

Мы пересматриваем прогнозы по платежному балансу и курсу рубля на 2012 г.

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ: что кроется за новой формулировкой?

### Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

### Промышленность

Промпроизводство: шаг вперед, два назад  
Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

### Ликвидность

Рублевая ликвидность: залог на пределе

### Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ: исключение или новое правило?

### Бюджет

Бюджет РФ: улучшения ситуации с ликвидностью пока не ждем

### Долговая политика

Пополнение Резервного фонда в долг

## ЗАО «Райффайзенбанк»

---

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

### Аналитика

---

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Павел Папин		(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская		(+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

### 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
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807

**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.