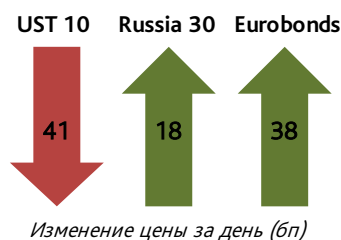


Навигатор долгового рынка

Агентство Cbonds проводит ежегодное голосование Cbonds Awards 2011. Вы можете поддержать «Траст» в номинациях «Лучшая аналитика по рынку облигаций» и «Лучшая макроаналитика». Голосование доступно по ссылке <http://www.cbonds.info/rus/vote/votes.php/params/id/85>

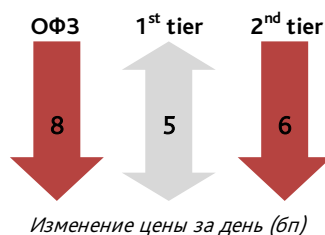
Глобальные рынки и еврооблигации

- В конце ноября действующий премьер-министр **Италии** добровольно сложит полномочия – рынок отреагировал положительно; несмотря на большую определенность в сглаживании европейских проблем хотя бы на краткосрочную перспективу, ситуация на **money market** в зоне единой валюты не улучшилась
- Итоги торгов по еврооблигациям:** покупки на волне европейских надежд и оптимизма; считаем возможными спекулятивные покупки с коротким горизонтом в высоколиквидных корпоративных выпусках
- Открытие торгов по еврооблигациям:** нейтральный внешний фон, пониженные уровни по нефти относительно вчерашнего закрытия, шансы на покупки вслед за ожидаемым ростом европейских индексов акций



Рублевые облигации и денежный рынок

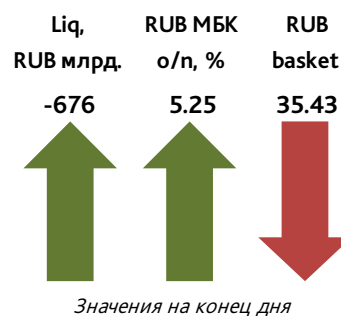
- На сегодняшнем аукционе **ОФЗ 26204** ждем спроса на весь размещаемый **Минфином** объем
- Газпром Капитал** (SPV-компания **Газпрома**) установил ставку купона облигаций 3-й серии в размере 7.5%; с учетом годовой оферты доходность в 7.64% можно считать привлекательной
- Банки увеличили остатки на корсчетах и депозитах в канун возврата бюджетных средств; рефинансировать данный отток через новое предложение бюджетных денег Минфином согласились не все
- ИНГ Банк (Евразия)** установил ставку купона по новой серии бондов в размере 145 бп премии к Mosprime 3M, что, на наш взгляд, не предполагает активного роста котировок на вторичном рынке



Кредитные комментарии

- Газпром нефть** опубликовала сильную отчетность за 9М 2011; хорошие операционные показатели улучшают кредитный профиль компании; облигации не предполагают интересных инвестиционных идей
- Банк Восточный Экспресс** опубликовал отчетность за 1П 2011 по МСФО, продемонстрировав активный рост кредитного портфеля и показателей рентабельности; нейтрально смотрим на облигации банка
- Менеджмент **Аптечной сети 36.6** раскрыл некоторые планы на 2011 и 2012; розничный бизнес будет оставаться убыточным; планы по агрессивной экспансии были подтверждены; бонды компании – ликвидный спекулятивный инструмент
- S&P** повысило рейтинг **Банка Развития Казахстана** на 1 ступень до «BBB+» в результате аналогичного действия по рейтингу **ФНБ Самрук-Казына**; не исключаем позитивных действий в отношении рейтингов других крупных государственных компаний, но не ожидаем активной реакции в их евробондах

Индикаторы FX/MM



Последние обзоры

- 2 ноября Стратегия долговых рынков: ноябрь 2011 г.
- 1 ноября Совкомфлот: история с цикличным оттенком
- 27 октября Банковская система в сентябре: прибыль под давлением
- 26 октября Металлургические компании «второй лиги»: в условиях рыночной волатильности
- 19 октября Ликвидность: доступ банков к средствам ЦБ РФ и прочих госструктур

Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

18:30	Выступление Б. Бернанке на конференции ФРС по малому бизнесу
19:30	Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в США за неделю к 4 ноября
20:00	Завершение продажи ФРБ Нью-Йорка TIPS в объеме USD1.00–1.50 млрд.
22:00	Завершение аукциона UST10 в объеме USD24 млрд.

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▼	263	-8
UST10	◄►	2.06	+0.05
Russia 30–UST 10	▼	205	-7
EUR/USD	▲	1.3837	+0.5%
Oil (Brent)	▲	115.5	+1.1%
VIX	▼	27.48	-2.37

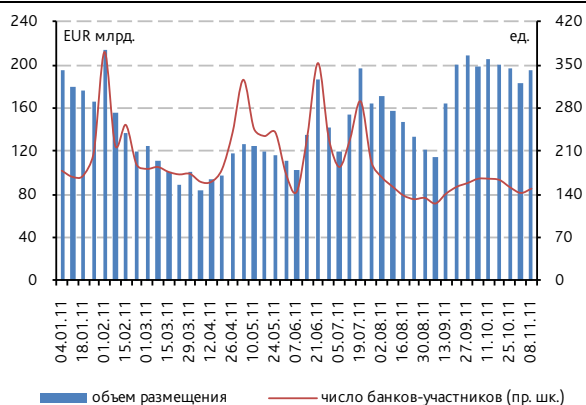
В конце ноября действующий премьер-министр Италии добровольно сложит полномочия – рынок отреагировал положительно; несмотря на большую определенность в сглаживании европейских проблем хотя бы на краткосрочную перспективу, ситуация на money market в зоне единой валюты не улучшилась

Несмотря на то, что голосование в Италии по финансовому отчету правительства за прошлый год завершилось его одобрением, итогом встречи С. Берлускони с президентом страны стало решение премьера о добровольной отставке. Берлускони покинет свой пост, как только парламентом будет утвержден закон о бюджете на следующий год, учитывающий взятые Италией перед единой Европой обязательства о сокращении бюджетных расходов, а в конечном итоге и о дефиците государственного бюджета. Обсуждение законопроекта и придание ему законной силы должно состояться в конце ноября.

Решение Берлускони рынки восприняли оптимистично – один из примеров не самого рационального характера обратной связи в отношении политических и экономических решений. С момента объявления о предстоящей отставке (около 22:50 МСК) евро в течение 10 минут прибавил полфигуры относительно доллара, достигнув уровня 1.3840. Азиатские инвесторы также поучаствовали в европейской радости, не дав EUR/USD на достаточно тонком рынке уйти ниже 1.3820, а с обнародованием данных по октябрьской инфляции в Китае, не продемонстрировавших выраженных признаков охлаждения главной экономики Азии, поднимали основную пару forex до 1.3860. Утренняя речь главы МВФ К. Лагард в Китае, содержащая тезисы о рисках для мирового экономического роста и высокой неопределенности в отношении глобальной экономики, не вызвала сокращения сформировавшегося спроса на риск.

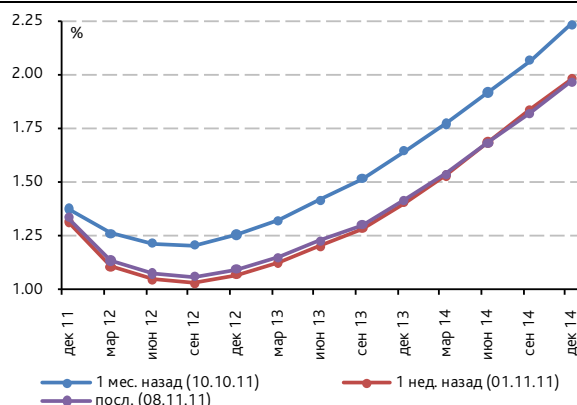
Вместе с тем ситуация на европейском money market, несмотря на наблюдаемые в целом положительные сдвиги в решении долговых проблем региона, остается сложной. Банки прибегают к рефинансированию от ЦБ по-прежнему в значительных объемах (см. диаграмму 1) даже с учетом того, что в дополнение к традиционным недельным аукционам Европейского центрального банка (MRO) периодически проводятся аукционы с расширенными сроками предоставления ликвидности. Об отсутствии изменений ситуации и настроений участников говорит и ценовая динамика деривативов на ключевые европейские ставки. Так, кривая фьючерсов на 3-мес. ставку Euribor, отреагировав на снижение ставок ЕЦБ параллельным сдвигом вниз, сохраняет нетрадиционную форму: повышенные ставки по ближним контрактам по-прежнему указывают на повышенный спрос на деньги со стороны банков (см. диаграмму 2).

ДИАГРАММА 1. ОБЪЕМ ПРЕДОСТАВЛЕНИЯ БАНКАМ 7-ДНЕВНОЙ ЛИКВИДНОСТИ СО СТОРОНЫ ЕЦБ В РАМКАХ АУКЦИОНОВ MRO, ЯНВАРЬ – НОЯБРЬ 2011



Источник: ЕЦБ, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 2. КРИВЫЕ ФЬЮЧЕРСОВ EURIBOR FUTURES В ОТДЕЛЬНЫЕ ПЕРИОДЫ 2011, КОНТРАКТЫ С ИСПОЛНЕНИЕМ В ДЕКАБРЕ 2011 – ДЕКАБРЕ 2014



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

Итоги торгов по еврооблигациям: покупки на волне европейских надежд и оптимизма; считаем возможными спекулятивные покупки с коротким горизонтом в высоколиквидных корпоративных выпусках

В ответ на дорожающую нефть в российских евробондах шли покупки. Суверенный **Russia 30** и рублевый **Russia 18** прибавили 10–18 бп по итогам торгового дня во вторник. Повышенный спрос предъявлялся на еврозаимствования квазисуверенных банков: выпуски **RusAgrBank 18** и **SberBank 21** подорожали на 30–50 бп. При этом ликвидность в длинных выпусках Газпрома была невысокая, в итоге **Gazprom 34** и **37** торговались разнонаправлено (+/-20 бп в цене). Мы полагаем, что улучшающаяся конъюнктура на глобальных рынках располагает к спекулятивным покупкам в средних и длинных высоколиквидных корпоративных выпусках (подробнее см. «Стратегию долговых рынков: ноябрь 2011»).

Открытие торгов по еврооблигациям: нейтральный внешний фон, пониженные уровни по нефти относительно вчерашнего закрытия, шансы на покупки вслед за ожидаемым ростом европейских индексов акций

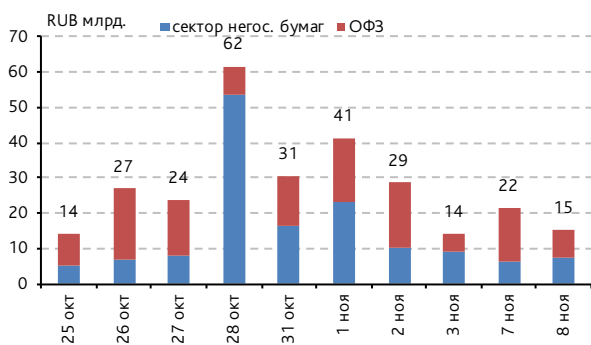
На сегодняшнее утро основные глобальные индикаторы формируют нейтральную картину для российского рынка евробондов. Ключевой фактор – цены на энергоносители – не играет за рост (нефть торгуется ниже уровней вчерашнего вечера), в тоже время не исключаем поддержки российских евробондов со стороны европейских фондовых площадок, на которых в течение дня, видимо, сформируются покупки.



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

Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	27.2%
от 1 до 1.5 лет	13.0%
от 1.5 до 2 лет	9.8%
от 2 до 3 лет	11.8%
от 3 до 5 лет	24.1%
> 5 лет	14.1%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	7.01%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.81%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	8.30%	6.5
Банки	7.79%	1.5
Корп 1 эшелон	7.71%	2.5
Корп 2 эшелон	8.55%	2.0

На сегодняшнем аукционе ОФЗ 26204 ждем спроса на весь размещаемый Минфином объем

На рублевом рынке вчера наблюдался высокий спрос на среднем и длинном участке суверенной кривой: покупки шли в **ОФЗ 26204** и **ОФЗ 26206**, выросших на 2–10 бп по цене. Ориентиры по сегодняшнему аукциону **ОФЗ 26204** (RUB10 млрд.) заявлены ведомством на уровне 8.05–8.15% при средневзвешенной доходности выпуска по итогам вторника 8.18%. Полагаем, что рынок предъявит спрос на весь предложенный объем в ходе сегодняшнего аукциона 7–летней бумаги.

Газпром Капитал (SPV-компания Газпрома) установил ставку купона облигаций 3-й серии в размере 7.5%; с учетом годовой оферты доходность в 7.64% можно считать привлекательной

Вчера организаторы размещения завершили сбор заявок на облигации 3-й серии объемом RUB15 млрд. Спрос составил порядка RUB20 млрд., а ставка купона была объявлена на уровне 7.5%, что соответствует верхней границе обозначенного ранее диапазона. По словам представителя организаторов, размещение было рыночным и состоялось без участия госбанков.

Доходность новых облигаций составит 7.64%, что соответствует премии к кривой ОФЗ порядка 100-120 бп. Мы ожидали размещения ближе к середине объявленного диапазона в 7.12–7.64%. По нашему мнению, можно ожидать некоторого роста цены облигации в краткосрочной перспективе при отсутствии негативных настроений на финансовых рынках.

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

Петр Макаров
+7 495 647-25-77
petr.makarov@trust.ru



Денежный рынок

События денежного рынка

9 ноя	Поступление средств с аукциона Минфина (RUB180.7 млрд., 35 дн.)
9 ноя	Возврат Минфину RUB201.1 млрд. бюджетных средств с депозитов
9 ноя	Погашение ОФЗ 25063 (RUB30 млрд.)
9 ноя	Выплата купонов ОФЗ совокупным объемом RUB3.5 млрд.
9 ноя	Аукцион ОФЗ 26204 на RUB10 млрд.
15 ноя	Уплата страховых взносов за октябрь

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	4.75/5.25	4.65	5.50	5.00/5.50
2-й круг	5.00/5.50	4.75	5.75	5.25/5.75

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
4.75-5.25	5.15-5.35	5.00-5.50

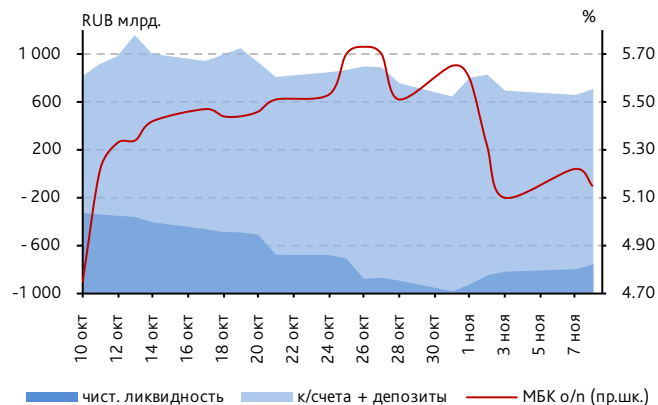
Банки увеличили остатки на корсчетах и депозитах в канун возврата бюджетных средств; рефинансировать данный отток через новое предложение бюджетных денег Минфином согласились не все

В преддверии сегодняшнего возврата бюджетных средств с депозитов суммарные остатки на корсчетах и депозитах выросли до RUB836.8 млрд. (+RUB128.1 млрд. относительно понедельника). Объем чистой ликвидной позиции банков по операциям с ЦБ на фоне увеличения высоколиквидных активов кредитных организаций в ЦБ увеличился на RUB84.8 млрд. до -RUB675.6 млрд.

На аукционе бюджетной ликвидности Минфина, призванного рефинансировать сегодняшний отток с депозитов RUB201.1 млрд., впервые с начала июня переспрос по средствам со сроком размещения не менее месяца не превысил 1.0х. Ведомство вчера предлагало банкам RUB205 млрд. с возвратом в середине декабря (14-го числа). Предъявленный спрос со стороны 7 банков на RUB180.7 млрд. был удовлетворен полностью.

Примечательно, что на аукционе 27 сентября, на котором размещалась основная масса бюджетных денег (RUB180 млрд.) из возвращаемого сегодня объема, были удовлетворены заявки со стороны 12 банков. Выросший объем привлечения в рамках однодневного РЕПО с ЦБ во вторник, где банки взяли на RUB43.3 млрд. больше объема привлечения в понедельник (т.е. RUB227.2 млрд.), а также рост ставок МБК показывают, что не все банки согласились фондироваться за счет Минфина (см. диаграммы 1, 2). Потенциальных причин на это две: короткий срок размещения на вчерашнем аукционе Минфина и возможность перекрыться на МБК/в ЦБ на более короткий срок и по меньшей ставке в условиях значительно сократившейся напряженности с рублевой ликвидностью. Собственно средневзвешенная ставка на вчерашнем аукционе составила 6.55%, что всего на 35 бп выше объявленного ведомством минимального уровня.

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday

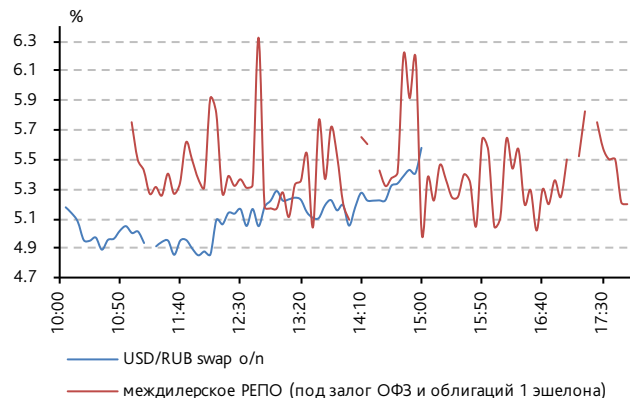
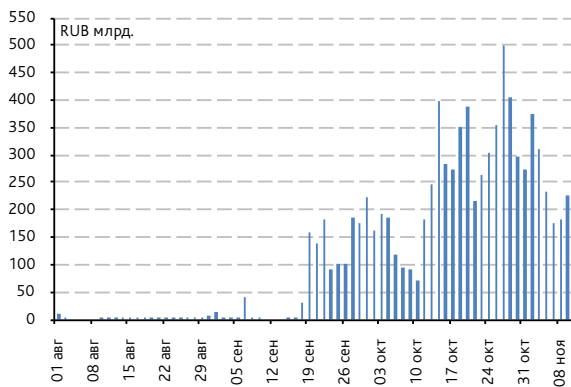
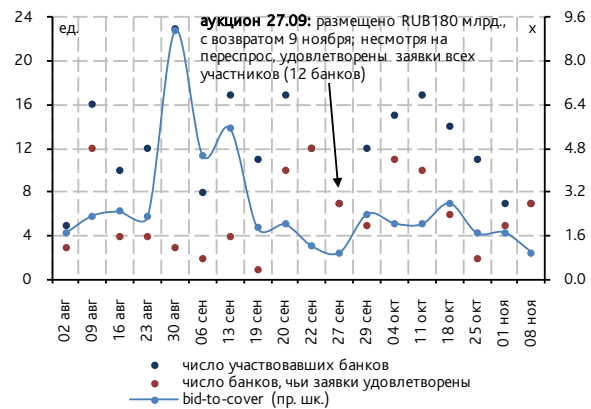


ДИАГРАММА 1. ПРИВЛЕЧЕНИЕ БАНКАМИ СРЕДСТВ В РАМКАХ ОДНОДНЕВНОГО АУКЦИОННОГО РЕПО С ЦБ, АВГУСТ–НОЯБРЬ 2011*



* данные на начало дня
Источник: ЦБ РФ, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 2. ЧИСЛО УЧАСТНИКОВ И УРОВНИ ПЕРЕСПРОСА НА АУКЦИОНАХ МИНФИНА, АВГУСТ–НОЯБРЬ 2011



Источник: Минфин РФ, НБ «Траст»

Рынок МБК в свете описанной ситуации продемонстрировал повышенный уровень ставок: внутри дня первый круг привлекал средства в овернайт под 5.15–5.35%, на конец дня сделки шли в еще более широком диапазоне 5.0–5.5%. Рынок междилерского РЕПО, отличающийся в разы большим составом участников, на данный рост никак не отреагировал и даже снизился: однодневное привлечение под залог [ОФЗ](#) и облигаций [1-го эшелона](#) подешевело примерно на 5 бп до 5.20–5.50%.



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

Кредитные комментарии

Газпром нефть опубликовала сильную отчетность за 9М 2011; хорошие операционные показатели улучшают кредитный профиль компании; облигации не предполагают интересных инвестиционных идей

Вчера Газпром нефть опубликовала отчетность по US GAAP за 9М 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Газпром нефть значительно улучшила операционные показатели по итогам 9М 2011 г. за счет устойчиво высоких цен на нефть и роста добычи газа. При этом долговая нагрузка компании остается на стабильном уровне, поскольку операционный денежный поток полностью покрывает инвестиционные и финансовые затраты. Таким образом, Газпром нефть подтверждает свой статус высококачественного эмитента первого эшелона.

Добыча углеводородов с учетом доли в зависимых компаниях за 9М 2011 г. выросла на 7.1% в годовом выражении. Добыча нефти осталась на уровне 2010 г., в то время как добыча газа возросла в 2.3 раза, а объем переработки – на 10.8%. Рост объемов добычи и переработки вместе с увеличением цен на нефть привели к увеличению выручки на 38.8% и EBITDA на 49.7%. Показатель «EBITDA margin» составил 23 п.п., что несколько выше уровня 2010 г. Такое увеличение связано с оптимизацией структуры продаж и опережающим увеличением доли в EBITDA зависимых компаний. В 3К 2011 г. «EBITDA margin» составил 24% против 22% в предыдущем квартале за счет меньших закупок углеводородов и оптимизации экспортных пошлин.

В 3К 2011 г. компания увеличила капитальные вложения в сегменты переработки и маркетинга по сравнению со 2К 2011 г. на 91%. В итоге органические капитальные вложения за 9М 2011 г. составили USD2.6 млрд. и были с легкостью покрыты операционным денежным потоком в USD4.9 млрд. Свободные денежные средства в размере USD1.1 млрд. компания направила на M&A сделки (в основном на приобретение неконтролируемой доли участия в Сибирь Энерджи) и USD0.8 млрд. – на выплату дивидендов. Мы полагаем, что Газпром нефть и в дальнейшем будет генерировать свободный денежный поток, а уровень долга останется на стабильном уровне.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ГАЗПРОМ НЕФТИ

US GAAP, USD млрд.	2009	9М 10	2010	9М 11	9М 11/9М 10*
Выручка	24.2	23.7	32.8	32.9	39%
EBITDA**	5.8	5.1	7.2	7.7	50%
Чистая прибыль	3.1	2.5	3.4	4.0	59%
Чистый операционный денежный поток	3.5	4.3	5.4	4.9	14%
Капвложения, дивиденды и M&A	5.8	3.0	5.7	3.7	23%
Свободный денежный поток	0.9	2.0	2.1	2.3	19%
Совокупный долг, в т.ч.	6.3	5.8	6.6	6.6	0%
краткосрочный долг	2.1	1.6	1.7	1.3	-22%
Денежные средства и эквиваленты	0.9	1.2	1.1	1.5	27%
Активы	29.9	30.4	32.1	34.7	8%
Показатели					
EBITDA margin (%)	24.1%	21.7%	22.0%	23.4%	
EBITDA/проценты (x)	15.8	19.8	21.5	21.5	
Долг/EBITDA (x)	1.1	0.9	0.9	0.7	
Чистый долг/EBITDA (x)	0.9	0.7	0.8	0.5	
Долг/Собственный капитал (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	

* по балансовым показателям в сравнении с 2010

** с учетом доли в EBITDA зависимых компаний

Источник: данные компании, НБ «Траст»

В текущих условиях волатильности мы не рекомендуем к покупке длинные облигации Газпром нефти с дюрацией 3.5–5 лет. Цена покупки более коротких бумаг с дюрацией 0.6–1.4 года предполагает доходность на уровне других нефтегазовых эмитентов первого эшелона, и поэтому эти облигации также не представляют интереса.



Петр Макаров
+7 495 647-25-77
petr.makarov@trust.ru

Банк Восточный Экспресс опубликовал отчетность за 1П 2011 по МСФО, продемонстрировав активный рост кредитного портфеля и показателей рентабельности; нейтрально смотрим на облигации банка

КОММЕНТАРИЙ

Вчера Банк Восточный Экспресс (КБ Восточный) опубликовал полную версию консолидированной отчетности по МСФО за 1П 2011 г. Заметим, что финансовые показатели несколько отличаются от частичных результатов деятельности банка, представленных ранее в презентации для инвесторов (см. «Навигатор долгового рынка» от 16.09.2011 г.). В целом мы умеренно позитивно смотрим на результаты деятельности банка: активная M&A стратегия позволяет наращивать объемы кредитования высокими для рынка темпами при умеренном качестве активов и стоимости риска. При этом высокие показатели рентабельности поддерживают уровень достаточности капитала на комфортном уровне в совокупности с последовательным вливанием средств со стороны акционеров (IFC в 1П 2011 г.).

Кредитный портфель банка до отчислений в резервы увеличился за 1П 2011 г. на 17.3% до RUB90.2 млрд. Согласно данным по РСБУ, в 3К 2011 г. группа продолжила поддерживать высокие для рынка темпы роста кредитного портфеля. Так, по нашим оценкам, величина кредитного портфеля выросла за период еще на 13.3% (до RUB101.2 млрд. к 01.10.2011) против среднего прироста в 10.0%.

Примечательно, что, несмотря на активную экспансию рынка, показатель достаточности капитала увеличился за 1П 2011 г. на 0.7 п.п. до 15.7%, а показатель достаточности капитала 1-ого уровня вырос на 0.9 п.п. до 14.3%. Это было достигнуто благодаря вливанию средств в капитал со стороны IFC и высоким показателям рентабельности. Показатель ROAE увеличился до 28% в 1П 2011 г. преимущественно за счет роста маржинальности бизнеса: NIM достигла, по нашим оценкам, рекордных 16.2% в 1П 2011 г.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ БАНКА ВОСТОЧНЫЙ ЭКСПРЕСС

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	2010	1П 11
Чистые процентные доходы	3.8	3.9	7.0	7.6
Чистые комиссионные доходы	2.2	2.1	3.4	0.3
Операционные доходы до резервов	6.9	6.5	11.9	8.1
Операционные расходы	-3.6	-3.5	-5.6	-3.6
Отчисления в резервы	-1.8	-2.4	-2.9	-2.3
Чистая прибыль	0.8	0.2	2.2	1.7
Денежные средства	3.3	5.1	7.0	5.0
Средства в других банках	0.3	0.8	1.9	1.4
Ценные бумаги	0.0	5.3	6.1	6.1
Кредитный портфель, гросс	24.5	37.6	76.9	90.2
Резервы	-1.3	-2.6	-6.8	-6.8
Кредитный портфель, нетто	23.2	35.0	70.2	83.3
Средства кредитных организаций	5.6	0.2	0.1	0.3
Средства клиентов, в т.ч.	18.5	41.1	73.4	81.9
частных клиентов	17.7	36.6	62.8	70.7
Долговые ценные бумаги размещенные	2.7	2.2	4.4	3.3
Прочие обязательства	0.3	0.3	1.2	1.1
Собственный капитал	5.7	7.6	10.6	13.3
Активы	34.1	52.4	90.5	101.9
Показатели				
Доходность собственного капитала (ROAE)	20.2%	3.2%	24.3%	28.0%
Доходность активов (ROAA)	2.9%	0.5%	3.1%	3.5%
Расходы/Доходы	52.1%	54.5%	46.6%	44.2%
Чистая процентная маржа (NIM)	15.9%	10.8%	10.3%	16.2%
NPLs(свыше 90 дней)/Кредиты	5.4%	7.6%	9.7%	9.3%*
Резервы/Кредиты	5.2%	6.8%	8.8%	7.6%
Стоимость риска	8.0%	7.8%	5.1%	5.5%
Достаточность капитала (TCAR)	18.4%	19.5%	15.0%	15.7%

* по данным презентации для инвесторов
Источник: данные банка, НБ «Траст»

Впрочем заметим, что объем сформированных резервов на обесценение займов покрывает величину проблемных кредитов (9.3% согласно данным презентации для инвесторов) только на 81.5%, что, на наш взгляд, может привести к необходимости доначисления средств при ухудшении операционной среды. Вдобавок, дополнительное давление на показатели прибыльности может оказать рост операционных затрат, который характерен при агрессивной модели роста бизнеса. На

КБ Восточный	Moody's: B1
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Кредиты, RUB млрд.	90.2
NIM	16.2%
NPLs (+90 дней)	9.3%

данный момент показатель «Расходы/Доходы» демонстрирует позитивную динамику: снижение до приемлемых для отрасли 44.2%.

Мы нейтрально смотрим на долговые бумаги банка. Напомним, что осенью текущего года банк разместил RUB2 млрд. облигаций серии БО-2, которые на данный момент не отличаются высокой ликвидностью, как и другие выпуски банка. Ближайшие оферты по долговому бумагам на сумму RUB4 млрд. назначены на 2П 2012 г, которые, на наш взгляд, банку осуществить вполне по силам, учитывая комфортный объем накопленных ликвидных средств на балансе (RUB11.1 млрд. по итогам 1П 2011 г.) и высокие показатели рентабельности.



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

Менеджмент Аптечной сети 36.6 раскрыл некоторые планы на 2011 и 2012; розничный бизнес будет оставаться убыточным; планы по агрессивной экспансии были подтверждены; бонды компании – ликвидный спекулятивный инструмент

Как сообщает Интерфакс, вчера в ходе пресс-конференции генеральный директор Аптечной сети 36.6, Валерия Солок, озвучила некоторые цифры кратко- и среднесрочного плана развития компании.

КОММЕНТАРИЙ

Сообщение топ-менеджера Аптечной сети 36.6 охватывало планы на текущий и два ближайших года. Г-жа Солок сообщила, что компания планирует увеличить в 2011 г. общее количество аптек на 20, закрыв 60 существующих и на данный момент нерентабельных точек продаж в регионах. Таким образом, к концу 2011 г. совокупное число аптек под управлением компании превысит 1000. Общий объем капитальных затрат в 2011 г. составит около RUB400 млн., т.е. на 30% больше, чем в 2010 г. Кроме того, по итогам 1П 2011 г. компания успела направить на инвестиции чуть менее RUB150 млн., поэтому основной объем капитальных затрат придется на 2П текущего года, а это в свою очередь опять негативно скажется на свободном денежном потоке компании.

Планы на 2012 г. не претерпели существенных изменений с июня текущего года (см. «Навигатор долгового рынка» от 21.06.2011): Аптечная сеть 36.6 потратит на инвестиции в следующем году около RUB500-600 млн. и откроет 200 новых аптек. Т.е. агрессивная экспансия розничного бизнеса остается для компании приоритетом среднесрочной стратегии. Отметим также, что менеджмент Аптечной сети 36.6 ожидает, что компания выйдет на положительный уровень чистой прибыли только в 2013 г., а чистый убыток в текущем году составит около RUB1.3 млрд. – максимальное по абсолютной величине значение за всю историю.

На наш взгляд, агрессивные планы по расширению розничного сегмента бизнеса выглядят очень рискованной стратегией для Аптечной сети 36.6. Этому есть несколько объективных причин. Во-первых, розничный сегмент бизнеса компании хронически убыточен, а его рентабельность по EBITDA находится вблизи нулевых значений. Во-вторых, Аптеки 36.6 не генерируют положительный операционный денежный поток, и ситуация вряд ли существенно изменится в среднесрочной перспективе. Поэтому для финансирования столь амбициозных планов развития компания будет вынуждена прибегать к долговому финансированию. На наш взгляд, основным источником кредитных ресурсов для нее станет Сбербанк, который в июне текущего года уже выделил компании кредитную линию объемом RUB4.15 млрд. Таким образом, долговая нагрузка Аптечной сети 36.6 будет оставаться крайне высокой, а доступ на публичный долговой рынок будет закрыт.

Рублевые облигации Аптек 36.6 – высокодоходный спекулятивный инструмент, предлагающий около 23–25% годовых к погашению. Несмотря на то, что за последний месяц объемы торгов в облигациях третьего эшелона снизились практически до нуля, сделки небольшого объема в бондах Аптек 36.6 наблюдаются каждый день. Мы считаем кредитные риски компании исключительно высокими, однако благодаря амортизационной структуре выпуска компания сможет его погасить, используя средства кредитной линии Сбербанка. В случае же, если она будет полностью «выбрана» до погашения выпуска, объем необходимого привлечения нового долга для погашения оставшейся части бонда будет не слишком большим, что не должно создать для компании серьезных проблем с рефинансированием.



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

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

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
8 ноя	Еврофин-Недвиж.-3	1.50	3.00%	0*	3.00%
8 ноя	РСХБ-15	10.0	8.75%	2*	8.94%
3 ноя	ОТП Банк-3бо	4.0	10.50%	1*	10.75%
2 ноя	ВЭБ-Лизинг-9	5.0	8.80%	3*	8.99%
1 ноя	ВЭБ-Лизинг-8	5.0	8.80%	3*	8.99%
31 окт	РТК-1	0.3	9.00%	2	8.63%
27 окт	ФСК ЕЭС-15	10.0	8.75%	3*	8.94%
27 окт	Ремпутьмаш-1	2.3	8.50%	5	8.68%
21 окт	СЗКК-4	5.0	11.15%	20	11.46%
21 окт	СЗКК-3	5.0	11.15%	20	11.46%
18 окт	Номос-Банк-2бо	5.0	8.00%	2*	8.16%
18 окт	ОТКРЫТИЕ ФК-1	5.0	9.00%	3	9.20%
7 окт	Платежные системы-1	0.4	8.25%	20	8.07%
4 окт	ВЭБ-10	15.0	8.50%	5*	8.68%
3 окт	АТЭК-2	0.3	11.00%	1	11.29%
29 сен	ВостЭкспресс-2бо	2.0	10.50%	1*	10.77%
21 сен	ВТБ 24-ЗИП-Б	1.7	3.00%	32	3.03%
21 сен	ВТБ 24-ЗИП-А	3.3	9.00%	32	9.31%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
9 ноя	ДельтаКредит-8	5.0	8.33%	3*
10 ноя	Краснодар-2	1.1	9.00%	4
10 ноя	Инг Банк (Евразия)-2	5.0	н.д.	3
10 ноя	Газпром капитал-3	15.0	7.00-7.50%	3
11 ноя	РусСтандарт-1бо	5.0	10.5-11.0%	1.5*
15 ноя	НЛМК-7бо	10.0	8.00-8.50%	3
16 ноя	Росбанк-3бо	10.0	н.д.	1.5*
17 ноя	Росбанк-5бо	5.0	н.д.	3

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
11 ноя	Мечел-01бо	5.0	12.50%	8.10%	1
16 ноя	ВнешПромБанк-1	1.5	9.00%	10.50%	1
21 ноя	ПеноПлэкс-2	2.5	14.00%	14.00%	3
23 ноя	Разгуляй Фин.-4	3.0	0.00%	0.00%	2
28 ноя	РЖД-12	15.0	14.90%	н.д.	8
29 ноя	Матрица-3	0.5	15.00%	н.д.	1
29 ноя	МетКомБанк-1	0.9	9.40%	н.д.	2
29 ноя	Тинькофф КредСист-2бо	1.5	16.50%	н.д.	2
30 ноя	ВнешПромБанк-1бо	3.0	9.30%	н.д.	2
1 дек	ТрансГазСервис	3.0	7.75%	н.д.	1*
2 дек	ОМЗ-6	1.6	13.00%	н.д.	2
6 дек	СатурнНПО-3	3.5	8.50%	н.д.	3
7 дек	ВТБ Лизинг-7	4.2	6.85%	н.д.	5
7 дек	СКБ-Банк-4бо	2.0	9.80%	н.д.	2
8 дек	Райффайзенбанк-4	10.0	13.50%	н.д.	2
8 дек	Росдорбанк	1.1	10.50%	н.д.	2
8 дек	РСХБ-05	10.0	13.50%	н.д.	7
8 дек	Формат	1.0	17.00%	н.д.	1

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
9 ноя	Зенит Банк-3	3.0
17 ноя	ПарнасМ-2	1.0
17 ноя	РосТелеком-02	0.4
22 ноя	ЭнергоМаш	0.7
23 ноя	Аладушкин-2	1.0
29 ноя	Интегра-2	3.0
30 ноя	Мастер-Банк-3	0.7
30 ноя	КМБ-Банк-2	3.4
8 дек	ЛУКОЙЛ-03	8.0
8 дек	Казань-6	1.0
8 дек	РосТелеком-09	1.0
9 дек	ОГКЗ	3.0
15 дек	НСХ-финанс	1.0
15 дек	Разгуляй-09бо	2.0
18 дек	Москва-50	15.0
21 дек	Золото Селигдара-2	0.5
22 дек	Томск-2	0.2
22 дек	ХМАО-6	2.0

* срок до ближайшей оферты, лет

Календарь по еврооблигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок
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
4 июл	Kyiv 16	USD	300	9.38%	5
28 июн	VimpelCom 14F	USD	200	4.25%	3
24 июн	VimpelCom 17	USD	500	6.25%	6

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
10 ноя	AIZK 11R	RUB	1040
14 ноя	SberBank 11	USD	750
16 ноя	Astana Finance 11	USD	175
16 ноя	MDM 11E	EUR	300
30 ноя	Mir. KhliboProdukt 11	USD	250
21 дек	UkrSibBank 11	USD	500
30 дек	MDM 11N	USD	130
1 янв	TristanOil 12	USD	420
11 янв	Brazil 12	USD	1250
14 янв	UMS 12	USD	1500

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 дирекции

Дмитрий Игумнов

+7 495 647-25-98

dmitry.igumnov@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**

+7 495 789-36-09

ivan.sinelnikov@trust.ru

Торговые операции

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@trust.ru

Клиентские продажи

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru**Олеся Курбатова**

+7 495 647-25-90

olesya.kurbatova@trust.ru

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**Артем Петросьян**

+7 495 647-25-67

petrosyan.artem@trust.ru**Яна Шнайдер**

+7 495 647-25-74

yana.shnayder@trust.ru

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. 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, выраженным в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.