

30 сентября 2011 г.

Пульс рынка

- Данные по новым обращениям за пособиями по безработице в США вышли намного лучше ожиданий (ожидалось 420 тыс. за неделю, а вышло 391 тыс.), но в целом были нейтрально восприняты рынками. Большинство инвесторов, по данным Bloomberg, не ожидает позитивного влияния программы Twist на рынок труда США. Хорошие новости пришли из ЕС. В частности, Бундестаг одобрил программу увеличения объемов Европейского фонда финансовой стабильности (EFSF) с 440 млрд до 780 млрд евро, при этом участие Германии вырастет со 123 млрд до 211 млрд евро. Также будут расширены полномочия фонда: он сможет выдавать кредиты и докапитализировать банки, а также покупать облигации на вторичном рынке, что также окажет поддержку. Кредитные рынки еврозоны отреагировали снижением CDS: на долги Греции он сократился с 590 б.п. до 510 б.п., аналогичная динамика наблюдалась в долгах Испании и Италии.
- По состоянию на сегодняшнее утро совокупная величина остатков на корсчетах и депозитах выросла на 266,8 млрд руб. Мы связываем такой приток ликвидности с поступлением 295 млрд руб. от выданного АСВ кредита Банку Москвы, которые впоследствии будет направлен на покупку специального выпуска ОФЗ. Данные средства фактически не приводят к улучшению ситуации с ликвидностью. Без этих средств, отток ликвидности вчера составил бы примерно 29 млрд руб.
- Учитывая стабилизацию котировок нефти Brent на уровне 104 долл./барр., а также боковое движение внешних рынков, сегодня мы ожидаем сохранения стоимости бивалютной корзины ЦБ в пределах 37,15 - 37,25 руб. На рынке рублевых облигаций также, скорее всего, будет наблюдаться консолидация на ранее достигнутых значениях. Технический фактор завершения квартала окажет поддержку ценовым уровням.
- По опубликованным вчера данным ЦБ, падение международных резервов с 16 по 23 сентября 2011 г. оказалось внушительным - 6 млрд долл. до 532,0 млрд долл. По нашим оценкам, 3,7 млрд долл. этого сокращения объясняются отрицательной переоценкой недолларовых активов (с учетом иены и канадского доллара), львиная доля которой возникла на фоне падения курса евро на 1,3% (-2,8 млрд долл.) и удешевления британского фунта (-0,85 млрд долл.). Падение стоимости золота снизило резервы на 1 млрд долл., что отчасти было компенсировано чистым приростом стоимости ценных бумаг в составе резервов на 0,8 млрд долл. (с поправкой на переоценку позиции в СДР). Из этих расчетов получается, что оставшиеся 2,1 млрд долл. пришлось на интервенции ЦБ. Однако такая информация несколько расходится с официальными оценками, предоставленными главой ЦБ С. Игнатьевым. Если исходить из того, что продажи ЦБ с 1 по 26 сентября составляли 6,0 млрд долл., а 26 сентября еще 2,4 млрд долл. (со слов С. Игнатьева) и вычесть из этой суммы нашу оценку интервенций за 12-16 сентября (400 млн долл.), то с 16 по 23 сентября 2011 г. ЦБ должен был продать около 3,2 млрд долл. Причем 22-23 сентября предположительно в рамках нецелевых ("накопленных") интервенций ЦБ продажи составили 2,4 млрд долл., что сопровождалось смещением границ плавающего коридора к концу недели на 20 копеек до 32,35-37,35 руб. (сейчас 32,5-37,5 руб.). Мы полагаем, что поддерживающие рубль продажи валюты ЦБ на этой неделе могли снизиться вслед за замедлением падения курса российской валюты, что за счет ослабления связанного с этим стерилизационного эффекта позитивно скажется на ликвидности.

Темы выпуска

- Распадская на пути восстановления с отрицательным долгом
 - НКНХ: стратегия от мономеров к полимерам оправдывает себя
 - ЕвроХим: новый долг некритичен
-

Распадская на пути восстановления с отрицательным долгом

Распадская (-/B1/B+), один из крупнейших российских производителей коксующегося угля, опубликовала финансовые результаты по МСФО за 1П 2011 г., которые мы оцениваем умеренно позитивно. Выручка и EBITDA компании снизились на 19% и 31% до 377 и 180 млн долл., соответственно, в сравнении с 1П 2010 г., что отражает главным образом падение объема продаж угольного концентрата на 51% в связи с аварией на шахте Распадская (9 мая 2010 г.). Рост цены реализации угольного концентрата на внутреннем рынке на 44% (до 160 долл./т) смог частично нивелировать негативный эффект от почти двукратного сокращения отгрузок коксующегося угля.

Долг в абсолютном выражении почти не изменился, составив 307 млн долл., а в отношении к показателю LTM EBITDA увеличился с 0,9х в 2010 г. до 1,2х, при этом чистый долг еще больше ушел в отрицательную зону (-108 млн долл. с учетом остатков на краткосрочных банковских депозитах).

Начавшееся восстановление шахты и рост цен на уголь улучшили показатели компании в сравнении со 2П 2010

В сопоставлении со 2П 2010 г. произошел заметный рост как выручки на 57%, так и EBITDA на 128%, что обусловлено вводом в эксплуатацию первой после аварии лавы на шахте в декабре 2010 г. Ввод первой лавы на шахте Распадская позволил увеличить отгрузки коксующегося угля на внутреннем рынке на 16,5% в 1П 2011 г. (до 1,8 млн тонн) по сравнению со 2П 2010 г. После запуска второй лавы планируется возобновление экспортных продаж, доля которых в общем объеме до аварии составляла 28% (в Китай, Корею и Украину). Также позитивный эффект на динамику продаж оказала консолидация результатов шахты Коксовая, приобретенной у Евраза 28 апреля 2010 г.

Ключевые финансовые показатели Распадской

в млн долл., если не указано иное	1П 2011	1П 2010	изм.
Выручка	377	466	-19%
Валовая прибыль	199	266	-25%
Валовая рентабельность	52,8%	57,1%	-4,3 п.п.
EBITDA	180	259	-31%
Рентабельность по EBITDA	47,7%	55,6%	-7,9 п.п.
Чистая прибыль	99	229	-2,3х
Операционный поток	160	232	-31%
Инвестиционный поток	-67	-140	-2,0х
Финансовый поток	-16	-28	-43%

в млн долл., если не указано иное	30 июня 2011	31 дек. 2010	изм.
Совокупный долг, в т. ч.	307	310	-1%
Краткосрочный долг	303	6	+50,5х
Долгосрочный долг	4	304	-76,0х
Чистый долг	-108	-12	-
Чистый долг/EBITDA*	отр.	отр.	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Снижение объема продаж негативно сказалось на рентабельности г./г.

Снижение рентабельности с 56% до 48% г./г. связано со значительными постоянными затратами, что на фоне падения объемов добычи угля привело к росту себестоимости производства угольного концентрата (cash cost) на 94% до 50 долл./т. Поэтому с повышением объемов отгрузок угля можно ожидать улучшения эффективности. Также на рост себестоимости повлияло увеличение переменных издержек: удорожание дизельного топлива (+56%) и ведение буровзрывных работ из-за увеличения глубины разреза и объемов вскрыши.

Операционный поток покрывает капитальные расходы, а чистый

Денежный поток от операционной деятельности снизился на 31% до 160 млн долл., однако его было более чем достаточно для реализации капитальных вложений (78 млн долл.) и погашения кредитов (16 млн долл.). В результате денежные средства и эквиваленты выросли на 92 до 257 млн долл. При этом остатки на краткосрочных депозитах не изменились, составив 158 млн долл. Таким образом, денежные средства в сумме с банковскими депозитами полностью покрывают

долг отрицателен

долг компании, что свидетельствует о низких кредитных рисках эмитента. Отметим, что выплата объявленных 25 августа дивидендов в размере 135 млн долл. также может быть профинансирована за счет собственных средств.

**Возможная смена
акционера
нейтральна для
кредитного качества
компании**

На текущий момент акционеры Распадской рассматривают вопрос продажи и смены управляющей компании. Ранее среди претендентов на покупку в СМИ упоминались Мечел, Северсталь, НЛМК. Также, на наш взгляд, среди крупных российских металлургов возможным претендентом на покупку Распадской мог бы стать и ММК, самообеспеченность производства углем у него составляет около 40%. Кстати, доля комбината в структуре внутренних продаж Распадской за 1П 2011 г. увеличилась с 15% до 24%. В любом случае, мы считаем, что смена акционеров не окажет негативного влияния на кредитный профиль компании. Кроме того, по обращающимся евробондам не предусмотрено досрочное погашение в случае смены контролирующего акционера.

**Мы рекомендуем
покупку
Raspadskaya12**

Сейчас практически весь долг компании представлен евробондом Raspadskaya12 на 300 млн долл. (YTM10% @май 2012 г.), который мы считаем интересным для покупки с удержанием до погашения, особенно, для локальных участников, учитывая повышенные риски ослабления рубля к доллару и высокие ставки ХССУ. Мы рекомендуем покупку бумаг Raspadskaya12 в корзине с 6-месячным валютным свопом на руб./долл. (6,6% годовых), что позволяет получить доходность на уровне 16% годовых в рублях.

НКНХ: стратегия от мономеров к полимерам оправдывает себя

Нижнекамскнефтехим (НКНХ, -/Ba3/B+), крупнейший нефтехимический комплекс Восточной Европы, входящий в группу ТАИФ, представил сокращенную финансовую отчетность по МСФО за 1П 2011 г., которая произвела на нас положительное впечатление. Мы опираемся только на данные баланса и отчета о прибылях и убытках, поскольку полная версия отчетности не была предоставлена.

Выручка НКНХ выросла на 35% г./г., при этом темпы ее роста превысили динамику увеличения операционных расходов. По нашим оценкам, прирост EBITDA в 1П 2011 г. составил 51%, рентабельность EBITDA достигла 19,0% против 17,1% годом ранее. Долговая нагрузка (Чистый долг/EBITDA) продолжила снижаться и составила всего лишь 0,4х на фоне погашения долга и роста операционной прибыли. Однако необходимо отметить, что в случае дальнейшего ухудшения экономической ситуации и снижения темпов промышленного производства, спрос на продукцию компании (синтетические каучуки, пластики, полиэфиры и пр.) может существенно снизиться.

Ключевые финансовые показатели НКНХ

в млн руб., если не указано иное	1П 2011	1П 2010	изм.
Выручка	61 267	45 204	+35%
Валовая прибыль	15 996	10 982	+46%
Валовая рентабельность	26,1%	24,3%	+1,8 п.п.
EBITDA*	11 634	7 716	+51%
Рентабельность EBITDA	19,0%	17,1%	+1,9 п.п.
Чистая прибыль	8 057	4 063	+98%
Чистая рентабельность	13,1%	9,0%	+4,1 п.п.

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2011	31 дек. 2010	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	11 602	14 066	-17%
Краткосрочный долг	4 432	5 986	-26%
Долгосрочный долг	7 170	8 080	-11%
Чистый долг	7 594	11 273	-33%
Чистый долг/EBITDA LTM**	0,4х	0,7х	-

*Операционная прибыль + амортизация, амортизация за 1П 2011 г. рассчитана через норму амортизации

**EBITDA LTM за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост выручки обусловлен увеличением спроса, расширением мощностей и переходом на более высокомаржинальную продукцию

Рост выручки в 1П 2011 г. мы связываем с увеличением спроса со стороны автопроизводителей и промышленности в целом, расширением производственных мощностей компании (программа была начата еще в кризисные 2008-2009 гг.) и продолжающейся переориентацией на высокотехнологичную продукцию с более высокой добавленной стоимостью, в частности, переходом от мономеров к полимерам и каучукам. По информации, предоставленной в ежеквартальном отчете эмитента, увеличение выручки за 1П 2011 г. по РСБУ произошло за счет роста объемов производства на 7% и цен на продукцию в среднем на 27%. Примерно 50% продаж осуществляется на экспорт, при этом его большую часть занимают синтетические каучуки. В этом сегменте произошел наибольший рост производства и цен, например, по категории СКИ-3 он составил 20% и 56%, соответственно.

Переориентация производства от мономеров к полимерам привела к повышению рентабельности

Переход на продукцию с более высокой добавленной стоимостью также привел к существенному росту EBITDA - на 51% г./г., и соответственно, рентабельности с 17,1% в 1П 2010 г. до 19% по итогам 1П 2011 г.

Чистая прибыль в 1П 2011 г. увеличилась почти вдвое на фоне роста операционной прибыли, а также, в частности, за счет сокращения финансовых расходов (снижения суммы долга и, соответственно, процентных расходов) с 716 млн руб. до 427 млн руб. и положительных курсовых разниц (522 млн руб. против 60 млн руб. убытка годом ранее).

Повышение рейтинга от Moody's было закономерным по итогам 2010 г.

Необходимо отметить, что 30 июня 2011 г. Moody's повысило кредитный рейтинг компании на одну ступень с B1 до Ba3, аргументируя свое решение сильными финансовыми результатами 2010 г. и существенным снижением долговой нагрузки (по нашим расчетам, с 2,55x в 2009 г. до 0,7x в 2010 г.).

Долг компании сократился и пока не имеет предпосылок к росту

Совокупный долг компании за 1П 2011 г. сократился на 17% до 11,6 млрд руб., помимо прочего, за счет амортизационного погашения выпуска еврооблигаций NKNC-2015 на 3,1 млн долл. (в обращении остаются бонды на 28 млн долл.) и выпуска NKNC-2012 почти на 34 млн долл. (в обращении остается ~ на 67 млн долл.) Как мы понимаем, погашение долга осуществлялось только из операционного потока. По итогам 1П 2011 г. накопленные денежные средства увеличились почти в 1,5 раза с 2,8 до 4 млрд руб. Сейчас обращающиеся еврооблигации компании неликвидны, поэтому мы не видим в них торговых идей.

Долговая нагрузка снизилась с 0,7x до 0,4x

Мы полагаем, что предпосылок для роста долга компании на данный момент нет, поскольку основная часть программы по расширению и модернизации мощностей 2008-2010 гг. завершена. Долговая нагрузка НКНХ продолжила снижаться с 0,7x на начало года до 0,4x (Чистый долг/EBITDA) на конец 1П 2011 г. как за счет сокращения долга, так и благодаря повышению EBITDA.

Перспективы развития компании во многом зависят от экономической ситуации и цен на нефть

Тем не менее, мы отмечаем, что показатели компании в значительной степени зависят от экономической ситуации в целом и, в частности, от положения дел в автомобильной и легкой промышленности - основных потребителей продукции компании. Рост цен на нефть (основное сырье для компании) также могут оказывать давление на рентабельность.

ЕвроХим: новый долг не критичен

По информации Интерфакса, совет директоров ЕвроХима (ВВ/-/ВВ) на заседании 30 сентября рассмотрит вопрос об одобрении кредита в размере 20 млрд руб. от Сбербанка. Средства будут использованы в частности для финансирования сделки по приобретению активов BASF по выпуску удобрений суммарной мощностью 2,5 млн тонн в Бельгии и Франции за 700 млн евро. Ранее сообщалось, что сделка будет закрыта в 1 кв. 2012г.

**Долговая нагрузка
ЕвроХима останется
на комфортном
уровне**

На наш взгляд, с учетом нового кредита, чистый долг ЕвроХима вырастет в абсолютном выражении с 34 млрд руб. до ~75 млрд руб., или в относительном - с 0,73x LTM EBITDA на 31 июля (с учетом нового синдицированного кредита) до 1,5-1,7x EBITDA на конец 2011 г. По нашим оценкам, если принимать во внимание результаты приобретаемых заводов, Чистый долг/pro-forma EBITDA на конец 2011 г. может составить 1,2-1,5x. В любом случае, такой уровень долговой нагрузки, на наш взгляд, не должен быть критичным ни для соблюдения кредитных ковенант, ни с точки зрения кредитного рейтинга. Синдицированный кредит, привлеченный в 2008 г., содержал ограничение на Чистый долг/EBITDA не более 2,5x, и мы не думаем, что привлеченный в конце июля новый кредит (помимо прочего, был привлечен на рефинансирование действующего), имеет более жесткие условия.

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.