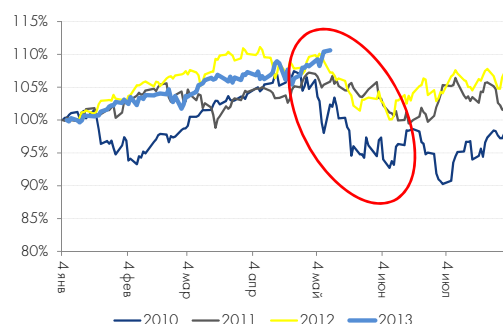


Пульс рынка

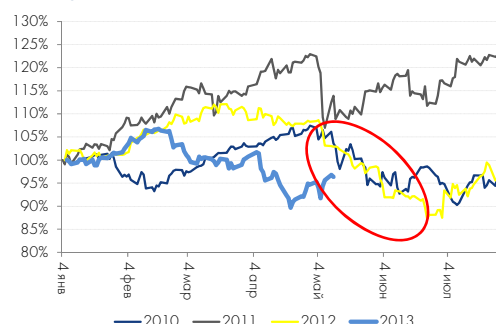
- **Майская коррекция уже не за горами?** Май в этом году начался в позитивном ключе (индексы акций обновили свои исторические максимумы), что обусловлено, главным образом, ожиданием продолжения работы "печатного станка" в США, к которым скоро должны присоединиться Япония и, по-видимому, еврозона. Снижение риска повышения потребительской инфляции позволяет регуляторам проводить политику количественного смягчения для поддержания замедляющихся экономик. В таких условиях финансовым рынкам остается лишь демонстрировать, по сути, гиперинфляционный рост, несмотря на стагнацию/замедление экономик. Низкие доходности базовых активов заставляют инвесторов проявлять повышенный спрос даже на мусорные облигации. Такой ненормальный рост рынков не должен продлиться долго: уже неоднократно звучала критика программы QE, которая за 4 года не смогла разрешить фундаментальных проблем (дисбаланс сбережения и потребления), а лишь отложила их на потом (увеличив при этом масштаб). Поводом для коррекции рынков может стать (на время отошедшая на второй план) проблема потолка госдолга США, которая должна быть решена в мае. С технической точки зрения в конце мая - начале июня в 2010-2012 г. происходила существенная коррекция американских индексов акций (так, S&P 500 в среднем терял 10%), которая тянула за собой вниз и развивающиеся рынки. В этом году посленовогодний рост рынков акций несколько затянулся. Совершенно иная картина наблюдается на рынке нефти, которая (в отличие от рынка акций) с начала года подешевела (отражая ожидания слабого экономического роста). В этой связи, нефть может, по крайней мере, частично проигнорировать коррекцию рынков акций.

Динамика с начала года...

...индекса S&P 500



...нефти Brent



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

- **Инфляция выше 7%: снижение ключевых ставок откладывается на июнь?** Исходя из опубликованного вчера отчета Росстата, инфляция за 29 дней апреля составила 0,5% против 0,3% за аналогичный период 2012 г. И хотя эта оценка дает представление о ценах лишь на ограниченный набор товаров и услуг, и итоговый показатель за апрель (по более полной выборке, ожидаем 7-8 мая) может несколько отличаться, теперь становится ясно, что в пересчете на годовые темпы роста инфляция в апреле, скорее всего, будет ближе к 7,2% после 7% в марте. Ускорения роста цен мы ожидали из-за эффекта низкой базы и ввиду более быстрого удорожания отдельных продуктов и овощей (в т.ч. в связи с предпасхальным периодом). Пожалуй, стоит отметить лишь возросший вклад в ускорение инфляции повышения тарифов пассажирского транспорта. Мы по-прежнему считаем, что новые меры ЦБ не за горами, т.к., со слов С. Игнатьева, после выборочных апрельских решений, в дальнейшем "тенденция к понижению ставок продолжится". Однако то, что инфляция до сих пор заметно выше 7%, на наш взгляд, делает какие-либо действия по ключевым ставкам именно на предстоящем заседании ЦБ (скорее всего, на следующей неделе) все менее и менее вероятными.

Темы выпуска

- **ЮТэйр: рефинансирование актуально как никогда**

ЮТэйр: рефинансирование актуально как никогда

Результаты оцениваем умеренно негативно

Существенный рост краткосрочного долга. Однако наличие неиспользованных кредитных линий снижает риски рефинансирования

ЮТэйр, один из крупнейших авиаперевозчиков России, опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2012 г., которые мы оцениваем умеренно негативно. Опережающий рост общей выручки (+44% г./г.) по сравнению с динамикой EBITDAR (+32% г./г.) в 2012 г. был обеспечен выручкой не от основной деятельности ЮТэйр (+30% г./г.), а доходами от маркетинговых услуг, оказанных компанией.

Мы отмечаем существенный рост краткосрочного долга с 8,2 до 31,2 млрд руб. по итогам года. Однако, согласно отчетности, компании доступны неиспользованные кредитные линии в объеме 20,7 млрд руб., что в целом снижает риски рефинансирования. Более того, по информации, содержащейся в отчетности, компания рассматривает вопрос об увеличении уставного капитала "не менее чем" на 10 млрд руб., и мы не исключаем, что они могут быть направлены на погашение части долга.

Чистый долг за 2012 г. вырос на 46% до 48 млрд руб. (без учета депозитов на 7,6 млрд руб., являющихся обеспечением по договорам операционного лизинга), а его отношение к LTM EBITDA повысилось с 4,3х до 5,4х. Соотношение Чистый долг/EBITDAR также возросло с 2,4х до 2,7х.

Ключевые финансовые показатели ЮТэйр

в млн руб., если не указано иное	2012	2011	изм.
Выручка	79 648	55 338	+44%
EBITDA	8 975	7 629	+18%
Рентабельность по EBITDA	11,3%	13,8%	-2,5 п.п.
EBITDAR	17 825	13 488	+32%
Рентабельность по EBITDAR	22,4%	24,4%	-2 п.п.
Чистая прибыль	179	114	+57%
Операционный поток	392	521	-25%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-15 338	-5 189	+3,0х
Капвложения	-5 931	-5 207	+14%
Финансовый поток	15 417	4 942	+3,1х
в млн руб., если не указано иное	31 дек. 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	49 327	33 585	+47%
Краткосрочный долг	31 221	8 222	+3,8х
Долгосрочный долг	18 106	25 362	-29%
Чистый долг	48 138	32 867	+46%
Чистый долг/ EBITDA	5,4х	4,3х	-
Чистый долг/ EBITDAR	2,7х	2,4х	-

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Динамика выручки по пассажирским перевозкам опережает рост выручки от вертолетных работ

Выручка компании от основной деятельности, т.е. пассажирских перевозок и вертолетных работ, возросла в 2012 г. на 30% г./г. до 68 млрд руб., в том числе от авиатранспортного обслуживания - на 37,5% г./г. до 48 млрд руб. (+35% г./г. - регулярные рейсы, +53% г./г. - чартерные рейсы) и вертолетного обслуживания - на 13% г./г. до 18 млрд руб. (выручка от обслуживания на территории РФ компенсировала снижение доходов за рубежом). Пассажирооборот компании увеличился на 29% г./г. до 16,1 млрд пкм при опережающей динамике по международным направлениям. При этом стоит отметить, что регулярные рейсы компании в ряд регионов РФ субсидируются местными органами власти в виде прямых денежных компенсаций и снижения ставок аэропортовых сборов.

В 1 кв. 2013 г. рост пассажираоборота составил 14% г./г. до 3,7 млрд пкм при сезонном увеличении международных авиаперевозок (+41,5%) и снижении внутренних перевозок (-3,5%). Число перевезенных пассажиров росло более медленными темпами (+10% до 1,9 млн чел.) за счет увеличения дальности полетов.

Прогноз компании на 2013 г. предполагает замедление роста выручки

В конце 2012 г. компания прогнозировала, что в 2013 г. в целом будет перевезено 10,5 млн пассажиров (+26% г./г.), что, на наш взгляд, выглядит достаточно оптимистично на фоне результатов 1 кв. При этом прогноз по выручке - выше 80 млрд руб., напротив, консервативен с учетом ожидаемого роста пассажиропотока.

Давление на рентабельность по EBITDA, в частности, оказали расходы на операционную аренду

Прямые операционные расходы ЮТэйр, включающие такие статьи, как авиатопливо, аэропортовые услуги, операционный лизинг и пр., возросли на 32% г./г. При этом основная статья затрат компании - авиатопливо и прочее ГСМ - росла медленнее, чем выручка: +28% г./г., также как и расходы на персонал: +26% г./г. Давление на рентабельность по EBITDA оказало увеличение расходов на операционный лизинг (+51%), а также затраты на обслуживание пассажиров (+56%) и на перевозку грузов (более чем втрое). Рентабельность по EBITDA за 2012 г. снизилась на 2,5 п.п. до 11,3%.

Инвестиции привели к привлечению нового долга

Операционный денежный поток после уплаты процентов превысил 4 млрд руб. (в 2011 г. отток - 3,5 млрд руб.), однако при этом в оборотный капитал было инвестировано 3,4 млрд руб. против высвобождения средств (4,2 млрд руб.) в 2011 г. В итоге чистый операционный поток лишь достиг ~400 млн руб. Капвложения составили 5,9 млрд руб. (+14% г./г.), что вкупе с предоставлением займов третьим лицам (7,5 млрд руб.) и направлением средств на депозиты, являющихся обеспечением по операционному лизингу (7,6 млрд руб.), привело к привлечению нового долга в объеме 16,6 млрд руб.

Масштабная инвестпрограмма не будет способствовать снижению долговой нагрузки

Напомним, что масштабная инвестпрограмма по обновлению парка (в 2013 г. во флот поступят 11 самолетов Boeing и Airbus, более 20 вертолетов Ми, AgustaWestland, Eurocopter) вряд ли будет способствовать снижению долговой нагрузки компании. Тем не менее, оптимизировать долг, возможно, компании удастся за счет увеличения уставного капитала на 10 млрд руб. (вопрос сейчас рассматривается). Ранее в СМИ сообщалось о возможности проведения компанией IPO в 2013 г., средства от которого могут быть направлены на покупку 88 самолетов Boeing и Airbus, а также 103 вертолетов до 2017 г.

В обращающихся выпусках ЮТэйр торговая ликвидность практически отсутствует, при этом годовые бумаги БО-4,5,6,7 котируются на уровне YTW11-12,5%, что соответствует доходностям корпоративных бумаг 3-го эшелона (имеющих высокую долговую нагрузку). Потенциал для снижения доходностей облигаций ЮТэйр ограничивается отсутствием перспективы сокращения долговой нагрузки эмитента.

Список покрываемых эмитентов

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

Нефтегазовая отрасль

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

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Центр-инвест
АИЖК	ВТБ
Альфа-Банк	ЕАБР
Азиатско-Тихоокеанский Банк	Газпромбанк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	СИБУР
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика марта споткнулась на инвестициях

Платежный баланс

Отток капитала в январе мог составить 8-10 млрд долл.

Инфляция

Инфляция сильно "подтаяла"

Валютный рынок

Курс рубля в 1 кв. 2013 г.: в ожидании дальнейшего укрепления

Курс рубля «пустился в бега»

Монетарная политика ЦБ

Госдума утвердила кандидатуру Э.Набиуллиной на пост главы ЦБ

Снижение ставок от ЦБ "малой кровью"

Рынок облигаций

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон

Case-study: где выше прибыльность - в ОФЗ или 1-м эшелоне?

Промышленность

Промышленность приросла нефтепродуктами, металлами и... мостовыми кранами

Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

Ликвидность

Ликвидность: успеют ли Минфин и ЦБ предотвратить летний "пожар"?

Конвертация трансферта: в режиме ожидания?

ЦБ РФ: реформа рефинансирования

Бюджет

Бюджетная анти-диета

Долговая политика

Бюджетные маневры, или сколько нужно занять Минфину в 2013 г.?

Банковский сектор

Новые меры ЦБ РФ по ограничению роста потребкредитов в борьбе за их качество

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
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 1706
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

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 инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко	(+7 495) 721 2845
----------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

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.