

11 октября 2011 г.

Пульс рынка

- Груз долговых проблем периферийных стран еврозоны не проходит незаметно для ее банковской системы. Вчера австрийский банк Erste (A/A1/A), один из крупнейших банков в Центральной Европе, объявил о сокращении портфеля суверенных бумаг Греции, Португалии, Испании, Ирландии и Италии, переоценке портфеля CDS и списании goodwill, что превратит чистую прибыль в размере 700 млн евро в убыток 920-970 млн евро по итогам 9М 2011 г. Несмотря на это, коэффициент достаточности капитала 1-го уровня не изменится в сравнении с 2010 г. (9,2%). Банку придется отложить планируемую досрочную выплату госучастия в капитале (1,2 млрд евро) по крайней мере на год. Таким образом, пока европейским банкам приходится самостоятельно справляться с убытками по плохим долгам, благодаря наличию определенного запаса прочности. Однако отсутствие механизма докапитализации банковской системы может привести к массовому обращению банков к правительствам за помощью. Встреча лидеров еврозоны по поводу решения долгового кризиса в очередной раз перенесена с 18 на 23 октября. По-видимому, для сохранения позитивных настроений рынкам достаточно уже того, что среди лидеров стран ЕС существует понимание необходимости поддержки банковской системы. Интрига состоит в том, что случится раньше - дефолт крупного банка или разработка механизма докапитализации.
- Накануне А. Силуанов заявил, что при благоприятной внешнеэкономической конъюнктуре чистые внутренние заимствования в 2012 г. составят порядка 1,2 трлн руб. (1,8 трлн. - 0,6 трлн. руб. погашений), а чистое привлечение на внешнем рынке ограничится 140 млрд руб. (210 млрд руб. - 72,6 млрд руб. погашений). Озвученные оценки совпадают с нашими ожиданиями: при цене на нефть в 2012 г. в 90-100 долл./барр. фактическая потребность бюджета во внутренних займах и потенциальные возможности участников рынка по покупке госбумаг могут составить порядка 0,9-1,3 трлн руб. При падении цены на нефть до 80 долл./барр. и ниже, емкость внутреннего рынка ОФЗ будет заметно ограничена, и, вероятно, власти будут компенсировать потери бюджета за счет слабеющего рубля (роста долларовой экспортной выручки) и/или использования части Резервного фонда. Поэтому озвученные оценки скорее стоит рассматривать как своеобразный верхний порог.
- Вчера А. Улюкаев сообщил, что сейчас плавающий коридор находится в пределах 32,7-37,7 руб., и в течение 1-10 октября ЦБ продал 2-3 млрд долл. Во-первых, это означает, что наши более ранние оценки интервенций с 1 по 7 октября на уровне 2,5 млрд долл. верны, во-вторых, новая информация в некоторой степени опровергает озвученные самим же г-ном Улюкаевым 6 октября границы в 32,6-37,6 руб. Напомним, что, сопоставив тогда этот коридор 32,6-37,6 руб. (1 смещение с начала месяца) с нашей оценкой общего объема интервенций в 2,3 млрд долл., мы пришли к заключению, что 1) либо в действительности границы были сдвинуты большее количество раз, чем заявлено регулятором, 2) либо ЦБ нарастил целевые продажи валюты до 400 млн долл. (см. обзор от 10 октября). Озвученный вчера диапазон 32,7-37,7 руб. рассеял наши сомнения. Таким образом, в октябре имело место 3 смещения коридора, а не 1, как было озвучено ранее, а значит, вопреки нашим опасениям, объем целевых интервенций был не больше, чем в сентябре, т.е. около 170 млн.долл.
- Завтра открывается книга заявок на покупку амортизируемых облигаций СЗКК общим номиналом 10 млрд руб. сроком на 20 лет, по которым предусмотрена госгарантия. Ставка купона привязана к инфляции. Премия будет определяться по результатам букбилдинга. Исходя из структуры займов можно сказать, что основными инвесторами станут управляющие пенсионными средствами, для которых не принципиальна дюрация, а результат их управления соотносится с темпами инфляции.

Темы выпуска

- РМК: кредитный профиль защищен от краткосрочных шоков
- КАМАЗ: рентабельность падает, долговая нагрузка растет

РМК: кредитный профиль защищен от краткосрочных шоков

Хорошие результаты
1П 2011 г. ...

Русская медная компания (РМК), третий российский производитель меди, представила нам результаты своей финансовой деятельности по МСФО за 1П 2011 г., которые мы оцениваем позитивно. Выручка компании выросла на 46% г./г. до 964 млн долл., при этом рентабельность по EBITDA сократилась на 3,1 п.п. г./г. до 20,5%. С начала года чистый долг увеличился в абсолютном выражении на 113 млн долл. до 1184 млн долл., но почти не изменился по отношению к показателю LTM EBITDA, составив 3,3х. Уже после отчетной даты компания успешно рефинансировала большую часть краткосрочного долга, а также получила часть средств (40 млн долл.) от продажи доли в проекте освоения Михеевского месторождения, что снижает краткосрочные риски рефинансирования и усиливает кредитный профиль эмитента.

Ключевые финансовые показатели РМК

в млн долл., если не указано иное	1П 2011	1П 2010	изм.
Выручка	964	662	+46%
Валовая прибыль	242	175	+38%
Валовая рентабельность	25,1%	26,4%	-1,3 п.п.
EBITDA	198	156	+27%
Рентабельность по EBITDA	20,5%	23,6%	-3,1 п.п.
Чистая прибыль	121	76	+59%
Чистый операционный поток	138	3	+46,0х
Чистый инвестиционный поток	-199	-73	+2,7х
Чистый финансовый поток	66	74	-11%

в млн долл., если не указано иное	30 июня 2011	31 дек. 2010	изм.
Краткосрочный долг	313	146	+2,1х
Долгосрочный долг	917	932	-2%
Совокупный долг	1 230	1 078	+14%
Чистый долг	1 184	1 071	+11%
Чистый долг/LTM EBITDA*	3,27х	3,35х	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

... обусловлены в
большой степени
ценовым ростом
меди

Средние цены на медь, исходя из котировок фьючерсных контрактов на LME, выросли на 30% в 1П 2011 г. по сравнению с 1П 2010 г. до 9 000 долл./т, что, по-видимому, стало основным фактором повышения выручки. В структуре продаж произошло заметное снижение, почти до нуля, доли, приходящейся на медные катоды, за счет увеличения продаж медной катанки, которые составили 80% всей выручки. Это изменение является следствием введения в декабре 2010 г. экспортной пошлины на медные катоды в размере 10% от стоимости товаров. Катанка пошлиной не облагается, при этом расходы на передел (катодов в катанку) невысоки (порядка 60 долл./т). Обсуждаемое в настоящий момент изменение режима сбора пошлины в зависимости от цен на медь касается только медных катодов.

Низкая
обеспеченность
собственным сырьем
привела к снижению
рентабельности

Снижение рентабельности на фоне позитивной динамики цен на медь было вызвано увеличением затрат на закупаемое сырье. Около 60% всей медной продукции производится из лома цветных металлов, закупаемого у Уральской Сырьевой Компании, являющейся не консолидируемым на балансе РМК СП с УГМК. Поскольку маржа за рафинирование лома для РМК фиксируется преимущественно в абсолютных величинах, повышение цен на лом привело к более быстрому росту стоимости сырья (+51%) в сравнении с выручкой от медной продукции (+39%) и, соответственно, снижению прибыльности.

Благоприятная
конъюнктура
позволила
профинансировать
капитальные расходы
за счет собственных

По сравнению с 1П 2010 г. операционные денежные потоки РМК выросли в три раза, составив 216 млн долл. в 1П 2011 г., что было связано как с увеличением прибыли, так и уменьшением инвестиций в оборотный капитал. Величина операционных потоков полностью покрывает процентные платежи (50 млн долл.) и инвестиционные расходы (131 млн долл.), в которые мы включили приобретение основных средств и прав на разработку месторождений. Дополнительный отток средств по инвестиционной деятельности (увеличение депозитов и

средств

займов, выданных связанной стороне, на 71,5 млн долл.) в целом сопоставим с притоком средств по финансовой деятельности. Таким образом, можно сказать, что финансирование капзатрат в 1П 2011 г. было осуществлено за счет собственных средств, а прочих инвестиций - за счет заемных.

**PMK планирует
существенно
нарастить
собственную
сырьевую базу...**

Капитальные расходы в 1П 2011 г. были выполнены на 49% от инвестиционной программы PMK на 2011 г., составляющей 232 млн долл., из которой 82 млн долл. (без НДС) приходится на разработку Михеевского месторождения и строительство на его базе ГОКа. Инвестиции в проект на 2012 г. ожидаются в размере 316 млн долл. без НДС (общий объем капвложений в него оценивается в 627 млн долл.). После запуска ГОКа, которое запланировано на 2013 г., производство медного концентрата должно увеличиться вдвое. Основным рынком сбыта медного концентрата является Китай, крупнейший импортер меди в мире.

**... несмотря на
ухудшение
конъюнктуры
сырьевого рынка**

Напомним, что в рамках этого проекта предварительно согласованы условия долгосрочных кредитных линий с Газпромбанком на сумму около 490 млн долл. Выборки по ним планируется осуществлять в течение всего периода строительства. Компания продала стратегическому инвестору долю в Михеевском ГОКе за 80 млн долл., половина суммы была получена в 3 кв., а остаток ожидается в 4 кв. 2011 г. PMK не планирует сокращение инвестиционной программы, относящейся к разработке Михеевского месторождения. В случае усугубления кризиса, возможно, будет пересмотрен проект по расширению Карабашмеди (60 млн долл. запланированных инвестиций на 2012 г. могут быть перенесены на 2013 г.).

Отметим, что долгосрочная стратегия развития компании предполагает усиление наиболее рентабельного горнорудного направления. В 1П 2011 г. PMK приобрела лицензию на разработку месторождения медно-колчеданных руд на Беляевской площади в Оренбургской области за 164 тыс. долл. Сейчас в общей сложности компания владеет лицензиями на разведку и добычу на 15-ти месторождениях в РФ и 5-ти в Казахстане. В 1П 2011 г. добыча производилась на 5-ти месторождениях, а остальные находились в различных стадиях разработки.

**Использование
краткосрочного
хеджирования
позволяет сгладить
краткосрочные шоки**

По нашим оценкам, запланированные капитальные расходы на 2012 г. могли бы быть профинансированы за счет собственных средств, если бы не существенно ухудшившаяся в 3 кв. 2011 г. конъюнктура сырьевых рынков. В частности, цены на медь упали на 22% до 7000 долл./т., что соответствует уровню 1П 2010 г. Благодаря использованию краткосрочного хеджирования цен на медь (на октябрь и ноябрь цена была зафиксирована на отметке 8600 долл./т.), во 2П 2011 г. компания не ожидает снижения показателя EBITDA, который останется на уровне 1П 2011 г. (около 200 млн долл.). В случае сохранения средней цены на медь в районе 7000 долл./т. в течение 2012 г., показатель LTM EBITDA снизится до 330 млн долл. на конец года, что приведет к росту отношения Чистый долг/LTM EBITDA до 4,0х. При таком уровне долга компании, по-видимому, придется несколько скорректировать свои инвестиционные планы.

Динамика цен на медь на LME



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

Кредитный профиль устойчив к краткосрочным рискам...

... однако может пострадать в случае, если кризис примет затяжной характер

Мы отмечаем, что уже после отчетной даты компания успешно рефинансировала большую часть своих краткосрочных обязательств, размер которых снизился с 313 до 179 млн долл., при этом объем денежных средств на балансе (с учетом депозитов) вырос с 45 млн долл. до 140 млн долл. на текущий момент, а долг немного увеличился до 1300 млн долл. После получения оставшейся суммы от инвестора за вхождение в проект ГОКа компания будет иметь средства, необходимые для исполнения всех краткосрочных обязательств в 2012 г. Таким образом, подушка ликвидности позволяет компании перенести краткосрочные шоки.

Хотя мы и считаем, что обострение кризиса до уровня 2008-2009 гг. маловероятно, его развитие может повлечь снижение спроса со стороны Китая и, как следствие, падение цен на медь в диапазон 3000-4000 долл./т., на котором бизнес компании перестанет генерировать прибыль. Сейчас долговая нагрузка РМК находится на более комфортном уровне в терминах отношения Долг/EBITDA, чем до кризиса 2008-2009 гг., который компания прошла, исполнив все свои финансовые обязательства.

В результате мы считаем, что кредитный профиль эмитента защищен от краткосрочных шоков. Кредитные риски, связанные с долговой нагрузкой эмитента, могут реализоваться лишь при развитии событий по негативному сценарию, когда кризис примет затяжной характер.

Обращающиеся выпуски РМК Финанс-3 (YTP12% @ декабрь 2013 г.) и РМК Финанс-4 (YTP13,5% @ июль 2014 г.) имеют низкую ликвидность и, на наш взгляд, предлагают слишком низкую доходность, учитывая их отсутствие в списке РЕПО ЦБ.

КАМАЗ: рентабельность падает, долговая нагрузка растет

КАМАЗ, крупнейший производитель грузовых автомобилей в РФ, опубликовал относительно слабые финансовые результаты за 1П 2011 г. по МСФО. Несмотря на увеличение выручки на 39% г./г. и еще больший рост валовой прибыли на 68% г./г., опережающая динамика коммерческих и общедминистративных затрат привела к повышению EBITDA всего лишь на 11% г./г. и, соответственно, к снижению рентабельности EBITDA с 6,2% в 1П 2010 г. до 4,9% в 1П 2011 г. На конец отчетного периода чистый долг компании вырос на 44% относительно начала года, что вкупе со слабой динамикой EBITDA привело к увеличению долговой нагрузки: соотношение Чистый долг/EBITDA достигло отметки 3,89х.

Ключевые финансовые показатели КАМАЗа

В млн руб., если не указано иное	1П 2011	1П 2010	изм.
Выручка	44 208	31 859	+39%
Валовая прибыль	6 986	4 151	+68%
Валовая рентабельность	15,8%	13,0%	+2,8 п.п.
EBITDA	2 185	1 976	+11%
Рентабельность EBITDA	4,9%	6,2%	-1,3 п.п.
Чистая прибыль	87	-397	-
Операционный поток до изменений в оборотном капитале	2 190	1 851	+18%
Чистый операционный поток	-1 804	2 470	-
Инвестиционный поток	1 687	879	-
Финансовый поток	-353	-3 300	-
В млн руб., если не указано иное	30 июня 2011	31 дек. 2010	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	24 398	23 493	+4%
Краткосрочный долг	11 560	12 993	-11%
Долгосрочный долг	12 838	10 500	+22%
Чистый долг	17 605	12 259	+44%
Чистый долг/EBITDA LTM*	3,89х	2,84х	-

*EBITDA LTM за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Рост продаж
компании оказался
ниже рынка в целом**

В 1П 2011 г. компания увеличила выпуск машинокомплектов на 44% г./г., продажи - на 27% г./г. при росте рынка грузовых автомобилей (полной массой от 14 до 40 тонн) на 82% относительно аналогичного периода прошлого года. В итоге доля КамАЗа на российском рынке снизилась с 46,8% в 2010 г. до 39,1% в 1П 2011 г., что было обусловлено увеличением продаж грузовиков иностранных марок.

**Рост выручки
обусловлен
продажей грузовиков
на внутреннем рынке**

Рост выручки в 1П 2011 г. на 39% до 44 млрд руб. преимущественно связан с увеличением выручки от реализации собственно грузовиков с 20 до 29,6 млрд руб., и в меньшей степени - запчастей и автобусов с 7,6 до 9,8 млрд руб. До 89% выручки приходится на продажи на внутреннем рынке. Компания активно развивает лизинговые программы: в 1П 2011 г. по соглашениям финансового лизинга было реализовано грузовиков и автобусов на 1,4 млрд руб. против 142 млн руб. годом ранее.

**Рост коммерческих и
общехозяйственных
расходов привел к
снижению
рентабельности
EBITDA**

Опережающий рост затрат на персонал (+50% г./г. до 9,1 млрд руб.), транспортных расходов (+2,4х г./г. до 634 млн руб.), а также создание резерва под обесценение дебиторской задолженности (против восстановления годом ранее) привел к снижению темпов прироста EBITDA и, следовательно - рентабельности EBITDA с 6,2% до 4,9% (при докризисных значениях около 13%).

**Существенное
увеличение запасов
может указывать на
затоваривание**

Операционный поток до изменений в оборотном капитале в 1П 2011 г. превысил 2 млрд руб. (+18% г./г.). Тем не менее, из-за инвестиций в оборотный капитал чистый операционный поток в отчетном периоде был отрицательным. При этом мы отмечаем значительный рост запасов, что может быть признаком затоваривания. При стабильных остатках сырья запасы готовой продукции на складах увеличились с начала года с 6,3 млрд руб. до 11,1 млрд руб. на конец 1П 2011 г. Однако также это может объясняться выполнением крупного заказа: авансирование производства увеличилось на 3 млрд руб.

**Результаты 2011 г.
могут оказаться
немного ниже
целевых показателей**

План продаж компании на 2011 г. - 38,3 тыс. машинокомплектов при выручке 96,4 млрд руб. (+31% г./г.) и EBITDA - 6,9 млрд руб. (рентабельность - 7,1%). На наш взгляд, с учетом динамики 1П 2011 г. и текущей нестабильной ситуации на рынке результаты 2011 г. могут оказаться несколько скромнее. При этом мы отмечаем, что спрос на продукцию компании при неблагоприятных экономических условиях, как показал кризис 2008-2009 гг., очень эластичен. Кроме того, конкуренция со стороны иностранных производителей также может оказать негативное влияние на результаты компании.

Из потенциальных планов развития компании можно также отметить рассматриваемое СП с бразильским производителем автобусов Marcopolo, а также возможное слияние с белорусским МАЗом. Влияние этих проектов на кредитное качество компании оценить пока сложно.

В 1П 2011 г. компания заметно активизировала инвестиционную деятельность: капитальные вложения возросли с 0,3 млрд руб. в 1П 2010 г. до 1,7 млрд руб. Также были приобретены долгосрочные векселя, выпущенные одним из акционеров компании, на сумму 1,7 млрд руб. с погашением в декабре 2014 г. Инвестиции были преимущественно профинансированы за счет использования денежных средств, размещенных на депозитах.

Долговая нагрузка (Чистый долг/EBITDA) на фоне увеличения долга и слабой динамики EBITDA увеличилась до 3,89х. Стоит также отметить, что после отчетной даты между компанией и ВТБ достигнута договоренность о предоставлении кредита в 1,94 млрд руб. на 5 лет для финансирования производства автомобилей, соответствующих экологическому стандарту "Евро-4", ввод которого пока что законодательно перенесен на 2014 г. (вместо 2012 г.). С учетом нового кредита, долговая нагрузка на конец 2011 г. может достичь 4,0х. Мы отмечаем, что около 47% финансового долга компании носит краткосрочный характер, что повышает риски рефинансирования.

**2 выпуска облигаций
КАМАЗа
низколиквидны**

На рынке рублевых облигаций КАМАЗ представлен двумя выпусками: БО-01 на 2 млрд руб. (оферта в декабре 2012 г.) и КАМАЗ, БО-02 на 3 млрд руб. (погашение в феврале 2014 г.). При этом торговых идей в этих выпусках нет ввиду их низкой ликвидности.

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.