

Пульс рынка

- **UST резко подешевели.** Финансовые рынки продолжили отыгрывать итоги позавчерашнего заседания ФРС, которое не предполагает запуск QE3 (=баланс ФРС полностью прекратит или сильно замедлит свой рост), что стало катализатором резкой коррекции по безрисковым активам. Доходность 10Y UST поднялась вчера на 30 б.п. до максимального с ноября прошлого года уровня YTM 2,34%. Позитивные тенденции, наблюдающиеся в американской экономике, и приближение президентских выборов (осень этого года) могут вновь поднять вопрос о состоянии госфинансов, в частности, платежного баланса. Опубликованные вчера данные свидетельствуют об увеличении счета текущих операций в 4 кв. до 3,24% ВВП, в то время как в 3 кв. его дефицит составил 2,84% ВВП. Стоит отметить, что 10Y BUNDS не пошли вслед за Америкой, оставшись на уровне YTM 1,95%: по-видимому, инвесторы ожидают дальнейшего увеличения баланса ЕЦБ, которое потребуется для борьбы с кризисом еврозоны.
- **Развитие банковской системы в феврале: увеличение разницы в активах и пассивах.** Согласно выборочной статистике, опубликованной ЦБ по банковской системе за февраль 2012 г., тенденция к увеличению розничного кредитования сохраняется. Объем корпоративного кредитования снизился на 0,9% м./м., а розничного, напротив, увеличился на 2,1% м./м., при этом удельный вес просроченной задолженности в корпоративных кредитах вырос с 4,8% до 5,0%, а в розничных - сократился с 5,3% до 5,2%. В феврале произошло сокращение МБК (как на внутреннем, так и на внешнем рынке) более чем на ~8%. Также наблюдался отток средств юрлиц (более чем на 2%), что было компенсировано ростом вкладов физлиц на 1,3%.
- **Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.,** полностью подтвердив наши ожидания. Хотя оценка оттока за январь была повышена до 13,5 млрд долл. (с 11 млрд долл. ранее), мы полагаем, что в действительности ослабление интенсивности оттока капитала от января к февралю 2012 г. было менее выраженным. Это связано с тем, что внушительная часть оставляемой экспортерами за рубежом выручки, которая не инвестирована внутри страны, интерпретируется как отток капитала, а сальдо текущего счета в январе в силу сезонности высокое. Текущее улучшение динамики курса рубля наравне с увеличением покупок валюты ЦБ (с начала месяца они могли достичь 2 млрд долл.), скорее, свидетельствует о продолжении снижения оттока капитала. Мы полагаем, что с учетом возросшего встречного притока иностранных инвестиций в страну, капитальный счет в марте, если и не перейдет в положительную зону, то приблизится к нулю, что для рынка будет означать сохранение сильных позиций рубля.
- **Российский первый эшелон распечатывает рынок евробондов.** Вслед за Сбербанком (-/Baa1/BBB), успешно разместившим в начале этого года еврооблигации, о скорых планах по выходу на первичный рынок евробондов озвучили РФ (BBB/Baa1/BBB) и РЖД (BBB/Baa1/BBB). Поскольку на текущий момент Россия не имеет острой потребности в заимствованиях (в марте мы ожидаем небольшой профицит бюджета), мы считаем, что основной целью выхода на рынок является формирование ориентиров: при размещении Минфин реализует столько бумаг, сколько готовы будут взять инвесторы без заметной премии (или даже с дисконтом) к существующей суверенной кривой. Максимальный объем заимствований РФ на внешнем рынке в 2012 г. составляет 7 млрд долл. Программа заимствований РЖД предусматривает выпуск в 2012 г. долговых ценных бумаг на сумму 100,3 млрд руб., из которых 1 млрд долл. приходится на евробонды, а остаток - на рублевые облигации. На рынке рублевых облигаций кредитный риск РЖД оценивается в 50 б.п. в терминах спреда к суверенной кривой, а на рынке евробондов (RZhD 17) - в размере 100 б.п.

Темы выпуска

- **Лукойл: Стратегия 2012-2021**
 - **Черкизово: госсубсидии усиливают кредитный профиль**
-

Лукойл: Стратегия 2012-2021

Вчера Лукойл (BBB-/Ваа2/BBB-), одна из крупнейших международных вертикально-интегрированных нефтегазовых компаний, представила свою стратегию развития на 2012-2021 гг. Мы отмечаем следующие наиболее важные моменты стратегии:

- ▀ **Прогноз по объемам добычи и капзатратам.** Напомним, что в 2011 г. наиболее остро для компании встал вопрос о падении объемов добычи нефти (-5,3% г./г.), причем эта тенденция формировалась на протяжении всего прошедшего года, в частности, по причине ошибочной оценки запасов Южно-Хыльчуйского месторождения.

По оценкам компании, доказанные запасы углеводородов в ближайшие 3 года увеличатся на 2,8 млрд барр. н.э. (на 1 января 2012 г. запасы составляли 17,2 млрд барр. н.э.), а к 2021 г. - на 9,9 млрд барр. н.э., из них 4,1 млрд барр. н.э. внесут международные проекты Лукойла (Западная Курна-2, Гиссар, Карачаганак, Шах-Дениз и пр.). Коэффициент воспроизводства запасов в период 2012-2021 гг. составит в среднем 100%.

Через 10 лет до 40% совокупной добычи будет приходиться на новые проекты компании (Западная Курна-2, им. Требса и Титова, Гиссар и др.).

В ближайшие 10 лет компания прогнозирует рост добычи углеводородов в среднем +3,5% и более в год (совокупный объем добычи - 10 млрд барр. н.э.). Важно отметить, что в данный прогноз входит и добыча газа. По планам компании, его доля в общих объемах добычи возрастет с 16% в 2011 г. до 27% к 2021 г. При этом, по оценкам Лукойла, показатели чистой прибыли на барр. н.э. в нефтяном и газовом сегментах сравняются к 2021 г. Прогноз по темпам роста добычи газа - более 10% в год, жидких углеводородов - более 2,3% ежегодно.

Очевидно, что для стабилизации добычи компании необходимо будет наращивать инвестиции: был существенно повышен бюджет капзатрат в сегменте upstream до 125 млрд долл. (на 10 лет) против 61 млрд долл., озвученных в прошлом году. Из них 25 млрд долл. планируется инвестировать в иракское месторождение Западная Курна-2. Совокупный свободный денежный поток по сегменту нефтедобычи прогнозируется на уровне 50-60 млрд долл., из них до 24% принесут зарубежные проекты, в том числе половину - Западная Курна-2.

Капвложения в нефтепереработку и маркетинг останутся на уровне прошлогоднего ориентира - 24 млрд долл. на 10 лет. Некоторое снижение инвестиций (-4%) компания объясняет внедрением новых технологий. До 10,3 млрд долл. планируется инвестировать в российские активы, преимущественно с целью модернизации НПЗ в РФ, и 4,6 млрд долл. - в зарубежные нефтеперерабатывающие мощности. Свободный денежный поток в этом сегменте оценивается компанией в диапазоне 50-57 млрд долл. за 10 лет.

- ▀ **Ценовая конъюнктура.** В своей стратегии компания исходит из стабильности цены на нефть и достаточно консервативного в текущей конъюнктуре прогноза ценового уровня - 100 долл./барр. Для сравнения, наши прогнозы по цене Brent предполагают более существенный рост котировок - 114 долл./барр. в 2012-2013 гг., 125 долл./барр. в 2014 г. и 130 долл./барр. в 2015 г.
- ▀ **Налоговый режим.** Введенная с 1 октября 2011 г. система 60/66 обеспечила Лукойлу экономию в размере 1 млрд долл. Компания ожидает введения новой формулы 55/70 для экспортных пошлин, стимулирующей более глубокую переработку нефти. Предполагается, что к 2015 г. объемы производства темных нефтепродуктов компании существенно сократятся (будут использоваться только для заправки судов).
- ▀ **Компания также дала прогноз по темпам роста EBITDA,** которые в среднем составят 8% в год в предположении повышения котировок нефти Urals на 2% в год. На протяжении предыдущих 10 лет показатель EBITDA рос в среднем ежегодно на 21% при увеличении цены нефти Urals на 18% (в среднем в год).

- Также компания особо выделяет перспективы газового сегмента: к 2021 г. его EBITDA может возрасти в 6,5 раз и составить ~5 млрд долл., что, с учетом прогнозируемого ежегодного прироста совокупного EBITDA на уровне 8%, по нашим оценкам, приведет к увеличению доли газового сегмента в общей EBITDA с 4% в настоящее время до свыше 11% в 2021 г.
- Дивидендная политика.** В представленной стратегии компания планирует увеличить дивидендные выплаты акционерам по результатам 2011 г. на 25% г./г., при росте этих выплат в среднем на 15% в год в дальнейшем.

В целом, мы предполагаем сокращение свободного денежного потока компании в ближайшие несколько лет в связи с тем, что капзатраты, скорее всего, будут расти более высокими темпами, чем операционные денежные потоки, что будет обусловлено интенсивными инвестициями в нефтедобычу и необходимостью модернизации НПЗ в России. Это, в свою очередь, приведет к росту долговой нагрузки. Однако, учитывая ее текущее низкое значение (Чистый долг/EBITDA = 0,3x на конец 2011 г.), у компании имеется достаточный запас прочности.

Мы нейтрально относимся к бумагам Лукойла

В нашем обзоре от 2 марта 2012 г. мы рекомендовали покупать бонды LUKOIL 22, которые предлагали слишком высокую премию (около 40 б.п.) к бондам Gazprom 22. Наша рекомендация оправдалась: выпуск LUKOIL 22 подорожал на 1,9 п.п., при этом спред LUKOIL 22 - Gazprom 22 сузился до 9 б.п. Сейчас мы нейтрально относимся к бумагам Лукойла.

Черкизово: госсубсидии усиливают кредитный профиль

Группа Черкизово (Moody's: B2) опубликовала финансовые результаты за 4 кв. и 2011 г. по US GAAP, которые мы оцениваем нейтрально. По итогам года выручка выросла на 24% до 1,47 млрд долл., что превосходит динамику предыдущего года (когда рост продаж составил 17%). При этом рентабельность сократилась: маржа по EBITDA снизилась на 1,7 п.п. г./г. до 16,7%. Долговая нагрузка (Чистый долг/LTM EBITDA) в 4 кв. 2011 г. уменьшилась с 3,1x до 2,9x, однако возросла по сравнению с началом года, когда она составляла 2,5x.

Ключевые финансовые показатели Черкизово

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2011	3 кв. 2011	изм.	2011	2010	изм.
Выручка	392	390	0%	1 473	1 188	+24%
Валовая прибыль	99	100	-1%	369	324	+14%
Валовая рентабельность	25,3%	25,6%	-0,3 п.п.	25,0%	27,3%	-2,3 п.п.
EBITDA	65	72	-10%	245	218	+12%
Рентабельность по EBITDA	16,7%	18,5%	-1,8 п.п.	16,7%	18,4%	-1,7 п.п.
Чистая прибыль	42	42	0%	151	149	+1%
Чистая рентабельность	10,7%	10,8%	-0,1 п.п.	10,2%	12,5%	-2,3 п.п.
Операционный поток				232	166	+40%
Инвестиционный поток, в т.ч.				-214	-213	0%
Капвложения				-212	-171	+24%
Свободный денежный поток				18	-47	-

В млн долл., если не указано иное	31 дек. 2011	30 сент. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	747	741	+1%
Краткосрочный долг	214	221	-3%
Долгосрочный долг	533	520	+2%
Чистый долг	718	708	+1%
Чистый долг/EBITDA LTM*	2,93x	3,09x	-

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост выручки обусловил сегмент птицеводства ...	В 2011 г. основной вклад в увеличение выручки внес сегмент птицеводства: в физическом выражении объем продаж вырос на 34% (до 260 т), что стало следствием запуска инкубаториев в Брянском и Пензенском блоках птицеводства, а также интеграции компании Моссельпром, приобретенной в мае 2011 г. В сегментах свиноводства и мясопереработки объемы продаж увеличились незначительно: на 4% и 3%, соответственно.
.. тогда как цены на мясо в 4 кв. снижались	За год наибольший рост цен наблюдался в сегменте свиноводства (средняя цена реализации свинины выросла г./г. на 15% в долл. и на 11% в руб. с 72 руб./кг до 80 руб./кг), а также в сегменте мясопереработки (средняя цена выросла г./г. на 17% в долл. и на 13% в руб. до 134 руб./кг). Цена реализации мяса птицы практически не изменилась г./г. Стоит отметить, что в 4 кв. наблюдалась негативная ценовая динамика в сегментах свиноводства (-5% в долл.) и мясопереработки (-2% долл.).
Рентабельность продолжает восстанавливаться	Снижение валовой рентабельности было обусловлено, главным образом, удорожанием сырья и товаров для перепродажи (+25%), а также повышением затрат на коммунальные услуги (+37%), что вместе с повышением общехозяйственных и административных расходов (+25%) также оказало негативное давление на маржу по EBITDA. Наибольший провал по прибыльности произошел в 1 кв. (на 7,8 п.п. г./г.) по причине аномальных погодных условий лета 2010 г., что сопровождалось ростом издержек. В качестве позитивных тенденций мы отмечаем повышение рентабельности г./г. в 4 кв. на 1,1 п.п. до 17,1%.
Операционного потока хватило для CAPEX и погашения долга	Благодаря притоку средств из оборотного капитала чистый операционный денежный поток увеличился на ~40% г./г. (до 232 млн долл.), заметно опередив повышение показателя EBITDA (+12% до 246 млн долл.). В результате операционного потока оказалось достаточно для финансирования капитальных затрат, составивших 212 млн долл. Приобретение Моссельпрома было частично оплачено денежными средствами объемом 44,2 млн долл. Кроме того, 28 млн долл. были направлены на погашение долга. Увеличение балансовой величины долга г./г. с 650 до 750 млн долл. произошло по причине консолидации задолженности Моссельпрома.
Высокий CAPEX 2012 г. не способствует снижению долга	Реализация незавершенных проектов (в частности, строительство агропромышленного комплекса "Елецпром" в Липецкой области, а также модернизация птицефабрик в г. Пензе и Брянске) не будет способствовать сокращению капложений в этом году (по нашим оценкам, ~230 млн долл.). Обязательства перед подрядчиками в рамках реализации капитальных проектов на 2012 г. по состоянию на конец 2011 г. уже составляли 98,7 млн долл., которые полностью могут быть профинансированы за счет операционного денежного потока.
Господдержка усиливает кредитный профиль	Кредитный профиль компании заметно усиливается господдержкой в виде субсидирования процентных ставок по банковским кредитам (93% всего долга имеет субсидированную процентную ставку), а также прямыми госсубсидиями. В частности, в 2011 г. объем прямых субсидий составил 19,8 млн долл. для компенсации роста издержек из-за плохих погодных условий. Отметим, что чистая стоимость долга в 2011 г. составила 2,0%. Показатель LTM EBITDA полностью покрывает размер краткосрочного долга, что наряду с поддержкой государства снижает краткосрочные риски рефинансирования. Мы не исключаем, что эмитент может воспользоваться благоприятной рыночной конъюнктурой для размещения рублевых облигаций, зарегистрированных на сумму 2 млрд руб., в случае потенциальных приобретений, а также возникновения потребности в крупных разовых инвестициях.
Бумаги эмитента не интересны для покупки	Обращающийся выпуск рублевых облигаций Черкизово БО-3 (YTM 9,1% @ ноябрь 2013 г.) имеет низкую торговую ликвидность и выглядит достаточно дорого в сегмент облигаций категории "B2/B". Мы рекомендуем обратить внимание на выпуски НПК БО-1 и БО-2 (с рейтингами B1 от Moody's), котирующиеся на уровне YTM 10,0% @ март 2015 г. Также интересные возможности предлагает первичный рынок, на котором маркетинг годовых бумаг проводят Абсолют Банк (-/Ba3/BB+) и БРС (B+/Ba3/B+) с ориентирами выше YTP 9,0%.

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
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
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
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
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.