

Пульс рынка

- **Розничные продажи в США "подтолкнули" рынки к новым высотам.** Их стоимостной объем в феврале вырос на 1,1 % м./м., заметно ускорившись в сравнении с январем (+0,2%) и оказавшись выше ожиданий (+0,5%). Основным фактором стал рост цен на топливо, без учета топлива и а/м продажи выросли на 0,4% м./м. Таким образом, повышение налогов пока не привело к падению потребительского спроса. Не исключено, что поддержку оказало и немного запоздавшее поступление налогового вычета. Сокращение промпроизводства в еврозоне (-0,4% м./м. в январе) не смогло нивелировать позитив на рынках.
- **Аукционы ОФЗ: на длинные бумаги спроса нет.** Как мы и ожидали, спрос на 10-летние ОФЗ был низким: ОФЗ 26209 были реализованы лишь на 2 млрд руб. (25% предложения) по верхней границе ориентира УТМ 6,87%. Немного лучше обстояли дела с размещением 5-летних ОФЗ 25081: спрос (13,3 млрд руб.), превысил предложение в 3,2 раза. Но почти все размещение пришлось на 2 заявки в сумме на 4 млрд руб., выставленные ближе к нижней границе ориентира УТМ 6,22-6,23%. Спрос был вызван желанием получить небольшую премию (исходя из ориентиров) к близким по дюрации ОФЗ 26204 (УТМ 6,22%). По нашему мнению, эта премия обусловлена меньшим объемом ОФЗ 25081 в обращении. На "вторичке" котировки среднесрочных ОФЗ почти не изменились, а длинные выпуски продолжили дешеветь (-15 б.п.).
- **Вечная дилемма ЦБ, или как не поддаваться искушению.** Совет Федерации предлагает частично возложить на ЦБ РФ, в дополнение к уже имеющимся обязанностям, функцию поддержки роста экономики и занятости населения. Для этого планируется разработать совместно с регулятором поправки в закон "О Центральном Банке". Подобные предложения уже были озвучены и рассматривались в феврале 2013 г. на Правительственном часе в СФ в присутствии С. Игнатьева. Тогда он прокомментировал, что подобные поправки возможны в случае, если в новой формулировке закона по-прежнему в качестве основной задачи ЦБ будет закреплена цель по обеспечению низких и стабильных темпов инфляции, а остальные функции будут уступать ей по значимости и не противоречить. Мы абсолютно разделяем такую позицию и считаем, что сверхзадачей ЦБ в новых условиях будет отстоять приоритетность сдерживания инфляции. Предложения СФ вызывают вопросы как у представителей ЦБ, так и у экспертов. Если внесение поправок не затронет исключительность цели ЦБ по сдерживанию инфляции, то необходимость в них отсутствует. А если подразумевается, что поправки нарушат соотношение целей таргетирования инфляции и поддержания роста экономики, то их внесение допускает возможность не просто более мягкой монетарной политики, но и проинфляционных действий, что нежелательно и не согласуется с общепринятой практикой большинства Центробанков ведущих стран. Учитывая, что Банк России и так проводит, на наш взгляд, сбалансированную (и с точки зрения экономических рисков) политику, решительность СФ в отношении внесения изменений в закон оставляет больше вопросов, чем ответов. Еще более странно это выглядит на фоне тех преимуществ, которых удалось добиться Центробанку по сокращению инфляции в последние годы. В такой ситуации необходимым видится подтверждение приверженности ЦБ четкому курсу таргетирования инфляции и в дальнейшем, что должно сформировать устойчивые ожидания замедления инфляции в будущем.
- **ТКС "пристрастился" к рынку капитала.** ТКС Банк планирует разместить ЕСР в долларах. В нашем недавнем комментарии мы обратили внимание на то, что в 4 кв. прирост кредитного портфеля (+261 млн долл.) заметно опередил приток средств клиентов (+154 млн долл.), а разрыв был покрыт размещением долговых ц/б. Депозитов (+130% г./г.) не хватает для финансирования быстро растущего "карточного" портфеля (+141% г./г.). Размещение ЕСР не увеличит риск ликвидности: все кредиты (1,6 млрд долл.) погашаются в течение года. На наш взгляд, основным фактором риска для ТКС является рост просрочки (во 2П 2012 г. до 11,7%), но она пока остается заметно ниже процентной маржи.
- **Газпром нашел спрос без премии,** разместив 7-летние и 12-летние бонды номиналом 1 млрд евро и 500 млн долл., соответственно, по УТМ 3,39% (=215 б.п. + MS) и УТМ 4,36% (=245 б.п. + MS), что ниже на 15-20 б.п. первоначальных ориентиров и не предполагает премии к рынку (Gazprom 18, номинированный в евро, торгуется со спредом 190 б.п. к MS). Таким образом, Газпрому удалось занять без премии, в отличие от размещения долларовых 7- и 15-летних бондов в январе (когда премия составила 15 б.п.).

Темы выпуска

- Черкизово: заложник неблагоприятной конъюнктуры рынка
- СУЭК: экспорт поддержал

Черкизово: заложник неблагоприятной конъюнктуры рынка

Рекордно высокие цены на зерно и падение цен на свинину...

Вчера Группа Черкизово (Moody's: B2) опубликовала аудированные финансовые результаты за 4-ый квартал и 2012 г. по US GAAP. Последний квартал 2012 г. оказался, пожалуй, одним из самых сложных для компании. Одной из причин стал резкий скачок цен на корма из-за засухи летом-осенью 2012 г. (в настоящий момент цены на корма для птицы удвоились, достигнув 12 руб./кг). Кроме того, аномально жаркая погода, эпидемия африканской чумы свиней на юге России, ввод новых производственных мощностей крупными игроками способствовали росту предложения свинины на рынке и вызвали резкое снижение цен. Падение цен на свинину ускорилось и в результате вступления России в ВТО: ввозная пошлина на свинину в живке была снижена с 40% до 5%, существенно сокращены пошлины на импорт свинины. Это оказало сильное давление на цены и рентабельность производства этого мяса. По данным отраслевых агентств, цены на свинину в 4 кв. 2012 г. снизились на 25% (до 60-65 руб./кг в живом весе).

.. обусловили снижение рентабельности

Несмотря на это, выручка компании в 4 кв. 2012 г. выросла на 11% кв./кв. благодаря органическому росту объемов производства. Однако валовая рентабельность снизилась на 3,5 п.п. кв./кв., рентабельность по EBITDA - на 5,6 п.п. кв./кв., что объясняется негативным влиянием высоких цен на корма, что не нашло отражение в полной мере в 3 кв., поскольку компания имела возможность использовать ранее сформированные запасы. В связи с этим такое существенное снижение рентабельности компании не было сюрпризом.

Ключевые финансовые показатели Черкизово

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2012	3 кв. 2011	изм.	2012	2011	изм.
Выручка	436,3	394,5	+10,6%	1,581,7	1,472,6	+7,4%
Валовая прибыль	118,6	121,2	-2,1%	452,1	367,0	+23,2%
Валовая рентабельность	27,2%	30,7%	-3,5 п.п.	28,6%	24,9%	3,7 п.п.
EBITDA	75,4	90,3	-16,5%	314,6	243,4	+29,3%
Рентабельность по EBITDA	17,3%	22,9%	-5,6 п.п.	19,9%	16,5%	+3,4 п.п.
Чистая прибыль	66,5	62,8	+5,9%	225,2	135,9	+65,7%
Операционный поток	27,7	69,4	-60,0%	244,2	241,1	+1,3%
Инвестиционный поток, в т.ч.	36,1	-75,9	-52,5%	211,2	229,4	-7,9%
Капвложения	33,5	-55,2	-39,3%	186,3	212,8	-12,5%
Финансовый поток	7,7	14,6	-47,2%	-22,4	-55,8	+60%
в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2012			31 дек. 2011		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	899,8			846,6		+6,3%
Краткосрочный долг	367,1			235,2		+56,1%
Долгосрочный долг	532,7			611,4		-12,9%
Чистый долг	858,6			817,9		+5,0%
Долг/EBITDA (*)	2,8x			3,8x		-

* Долг и EBITDA в рублевом выражении

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Операционного денежного потока за 2012 г. в объеме 244 млн долл. было достаточно для финансирования капвложений (186 млн долл.), около 56% которых направлено в сегмент птицеводства (увеличение мощностей Брянского и Пензенского блоков птицеводства, развитие проекта в Ельце).

Вопрос рефинансирования краткосрочного долга остается актуальным

Долговая нагрузка (Долг/EBITDA) компании снизилась до 2,8x по сравнению с 3,8x на начало года. Краткосрочная часть долга составила 367 млн долл., или 41% портфеля. Весь долг компании номинирован в рублях. Текущая эффективная процентная ставка по долговому портфелю Черкизово с учетом субсидирования составляет 2%. Учитывая небольшой объем накопленных денежных средств (41 млн долл.) и потребности в финансировании инвестпрограммы на 2013 г. (~387 млн долл.), вопрос рефинансирования долга остается актуальным.

Отметим, что напряженная ситуация с ценами на зерно сохраняется и в этом году: они обновляют рекордные значения, и ее изменение, по всей видимости, может произойти лишь при заметном улучшении ожиданий участников рынка в отношении прогноза нового урожая.

Тем не менее, Черкизово сохраняет оптимизм в отношении долгосрочного потенциала развития бизнеса. В 2013 г. компания планирует инвестировать около 12 млрд руб. на дальнейшее расширение производственных мощностей и завершение текущих проектов в сегменте птицеводства, свиноводства и мясопереработки. Ожидая продолжение сложной ситуации на рынке зерна, компания нарастила мощности по его элеваторному хранению, что должно позволить в будущем более гибко подходить к закупкам, сглаживая негативные изменения цен на рынке.

Рыночная конъюнктура с большой вероятностью останется сложной...

В ходе телеконференции менеджмент Черкизово сообщил, что хотя цены на свинину стабилизировались в первые месяцы года (на уровне около 70 руб./кг с НДС), на данный момент нет оснований ждать их существенного восстановления. В результате прогнозы компании по рентабельности сегментов на этот год остаются сдержанными: при условии сохранения цен на корма на текущих высоких уровнях, а также отсутствия существенной позитивной динамики цен реализации маржа по EBITDA птицеводства может составить около 15-17%, свиноводства – всего около 6-10% (с 35% в 2012 г. и более 40% в 2010-2011 г.), а мясопереработки – 9-10%. Вместе с тем, отметим, что тяжелая ситуация в свиноводстве может ускорить процесс ухода с рынка неэффективных производств, а также снижения предложения со стороны личных подсобных хозяйств, что в среднесрочной перспективе должно стабилизировать рынок.

..., однако господдержка может смягчить тяжесть ситуации

Также, в дополнение к уже утвержденным мерам господдержки (сохранение льготного налогообложения для сельскохозяйственных предприятий с нулевой налоговой ставкой, возмещение расходов по выплате процентов), игроки рынка рассчитывают получить в этом году прямые субсидии от государства для компенсации резкого роста себестоимости производства из-за скачка цен на зерновые.

Бумаги неликвидны

Обращающийся выпуск рублевых облигаций Черкизово БО-3 (YTM 8,5% @ ноябрь 2013 г.) имеет низкую торговую ликвидность и выглядит достаточно дорого в сегменте облигаций категории "B2/B".

СУЭК: экспорт поддержал

Результаты оцениваем нейтрально

Группа СУЭК (Moody's: Ba3) опубликовала финансовую отчетность по МСФО за 2012 г., которую мы оцениваем в целом нейтрально. Выручка выросла на 5% г./г. в основном благодаря увеличению объемов экспортных продаж (+15% г./г.). Снижение в целом мировых цен на энергетический уголь и опережающий рост транспортных расходов (+17% г./г. на фоне наращивания экспортных поставок) и затрат на материалы и запчасти (+31% г./г.) привели к снижению показателя EBITDA, по нашим оценкам, на 8% г./г. и рентабельности по EBITDA - с 31% до 27%.

Долговая нагрузка (Чистый долг/EBITDA) остается вполне комфортной - 2,03x. Тем не менее, мы отмечаем существенный рост краткосрочного долга (с 10 до 22 млрд руб.), а также то, что компании в июле 2013 г. предстоит оферта по единственному выпуску облигаций СУЭК-Финанс, 1 номиналом 10 млрд руб. Объем накопленных денежных средств составляет 4,8 млрд руб.). Поэтому не исключено, что для рефинансирования долга СУЭК может в этом году выйти на публичный долговой рынок (зарегистрировано 4 выпуска облигаций общим объемом 30 млрд руб.). Кроме того, компании доступны средства в рамках открытых кредитных линий (по данным отчетности, ~94,4 млрд руб.).

Ключевые финансовые показатели СУЭК

в млн руб., если не указано иное	2012	2011	изм.
Выручка	175 214	167 013	+5%
ЕБИТДА	47 047	51 046	-8%
Рентабельность по ЕБИТДА	26,9%	30,6%	-3,7 п.п.
Чистая прибыль	30 018	24 866	+21%
Операционный поток	32 361	23 924	+35%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-31 989	-30 357	+5%
Капвложения	-27 783	-26 762	+4%
Финансовый поток	1 216	1 738	-30%
в млн руб., если не указано иное	31 дек. 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	100 196	95 205	+5%
Краткосрочный долг	22 430	9 860	+2,3x
Долгосрочный долг	77 766	85 345	-9%
Чистый долг	95 391	91 407	+4%
Чистый долг/ЕБИТДА	2,03x	1,79x	-

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка росла на экспортных объемах

Около 70% выручки СУЭК формируется от экспортных продаж угля, остальное - от реализации в РФ (напомним, что энергетические активы (в т.ч. Кузбассэнерго, ТГК-13) были деконсолидированы в 2011 г.). Экспортная выручка в 2012 г. повысилась на 8% г./г. на фоне роста объемов поставок на 15% г./г. и снижения средних экспортных цен. В частности, средняя цена угля (по свопам компании на продажу угля) снизилась на 27,7% г./г. до 2 868 руб./т. В РФ выручка осталась на уровне 2011 г. при снижении физических объемов продаж на 4% г./г.

Сокращение рентабельности из-за снижения экспортных цен и роста транспортных расходов

На фоне неблагоприятной ценовой конъюнктуры и заметного роста транспортных расходов, составляющих около половины себестоимости (+17% г./г.), в том числе вследствие наращивания экспорта, и затрат на материалы (+31% г./г.), рентабельность по ЕБИТДА снизилась на 3,7 п.п. до 26,9%.

Операционный денежный поток вырос на 35% г./г. до 32,4 млрд руб., главным образом, за счет сокращения оборотного капитала (до 3 млрд руб. против 14,6 млрд в 2011 г.) и был сопоставим с капвложениями в объеме 27,8 млрд руб. и затратами на приобретение 49,9% акций Мурманского морского торгового порта за 3,27 млрд руб. (за минусом полученных денежных средств).

Совокупный долг на конец года вырос на 5 млрд руб. до 100,2 млрд руб. В июле 2012 г. компания привлекла кредит на 200 млн долл. (~6,2 млрд руб.) под гарантию японского экспортно-кредитного агентства Nippon Export and Investment Insurance для финансирования балкерного терминала в порту Ванино и увеличения мощностей в Бурятии. Для частичного рефинансирования долга в ноябре 2012 г. СУЭК привлекла 5-летний синдицированный кредит в объеме 600 млн долл. (~18,6 млрд руб.).

Предпосылок для существенного роста долговой нагрузки пока не видим

Долговая нагрузка на фоне увеличения долга и снижения ЕБИТДА в 2012 г. незначительно повысилась до 2,03x против 1,79x в 2011 г. Однако, на наш взгляд, текущий уровень цен на уголь позволяет компании генерировать достаточный денежный поток для финансирования большей части инвестиционной программы. Соответственно, пока предпосылок для какого-либо существенного роста долговой нагрузки мы не видим.

Единственный выпуск СУЭК-Финанс,1 сейчас котируется с доходностью около YTP 8,6% @ июль 2013 г., и мы не видим существенного потенциала для его роста.

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	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

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 Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа-Банк	ВТБ
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ВЭБ
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика января: потребительская неуверенность

Платежный баланс

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

Инфляция

Инфляцию подогрели алкоголь и сигареты

Валютный рынок

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

Курс рубля «пустился в бега»

Монетарная политика ЦБ

Решение ЦБ по ставкам: медлить нельзя понизить

По нашим оценкам, ставки будут снижены ЦБ не раньше марта

Банковский сектор

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

Рынок облигаций

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

ЮУ КЖСИ: качественный квазисубфедеральный риск с премией

ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон

Промышленность

Промпроизводство в январе: стагнация сменилась падением?

Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

Ликвидность

Новый штурм 2-триллионных высот РЕПО намечен на апрель?

Конвертация трансферта в Резервный фонд — новый канал ликвидности от Минфина?

ЦБ РФ: реформа рефинансирования
Бюджет

Бюджет: устойчивый профицит

Долговая политика

Комфортный план Минфина по заимствованию

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
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.