

4 марта 2010

Содержание

- **Интегра – операционные результаты 2009 года** **Стр 1**
- **Минимальная цена на молоко не критична для ВБД** **Стр 2**
- **Аукционы Москвы и ОФЗ** **Стр 3**

Интегра – операционные результаты 2009 года

Вчера Группа Интегра опубликовала свои операционные результаты за 2009 год, а также данные по портфелю заказов на 2010. В целом, представленная информация соответствует нашим ожиданиям, и мы считаем, что кредитные характеристики компании в 2010 году будут демонстрировать умеренно-позитивную динамику. По нашему мнению, рублевые бумаги Интегры являются привлекательными для покупки в сегменте корпоративных облигаций второго эшелона за рамками ломбардного списка ЦБ.

Операционные результаты за 2009 год не представляют существенного интереса, поскольку только подтверждают значительный спад в объеме заказов, выполненных Интегроей в пиковый период кризиса в российской экономике. Стоит отметить заметную «стрессоустойчивость» сегмента технологических услуг (бурение и обслуживание скважин – наиболее рентабельный бизнес компании), который на фоне падения остальных направлений продемонстрировал уверенный рост.

Большой интерес представляют данные по портфелю заказов компании на 2010 год, который на сегодняшний день составляет US\$691 млн. На подписанные контракты приходится US\$529 млн (т.е. почти 80% заказов), в то время как по остальной части существуют риски как изменения суммы контракта, так и его полного расторжения. Тем не менее, представленные данные не полностью отражают объем заказов Интегры на 2010 год, т.к. компания еще продолжает заключать контракты на текущий год.

После успешного прохождения oferty по выпуску рублевых облигаций в декабре 2009 года Интегра, как и было заявлено, направила 2.6 млрд руб на досрочное погашение валютного кредита от ЕБРР. Таким образом, на конец 2009 года валовый долг сократился до US\$216 млн, а чистый долг группы при этом не изменился по сравнению с 3 кварталом и составил US\$180 млн. Из них на краткосрочную часть задолженности приходится US\$72 млн (кредиты от Сбербанка и ЕБРР), а остальная часть гасится в 2011–2013 годах.

С учетом заявленного объема инвестиций в 2010 году в объеме US\$60–70 млн и краткосрочного долга, комфортным для компании являлся бы уровень операционного денежного потока в US\$140 млн. Мы сомневаемся, что компания сможет добиться такого показателя, т.к. при умеренном прогнозе рентабельности Интегры по EBITDA в 16%, портфель законтрактованных заказов в 2010 году должен составить US\$875 млн (+65% к текущему уровню), что едва ли достижимо. Тем не менее, мы отмечаем, что исходя из текущего объема всех заказов, долговая нагрузка компании будет находиться на вполне приемлемом уровне 1.6x Долг/EBITDA.

В целом мы придерживаемся изложенного ранее мнения (см. наш комментарий от 3.12.2009) о том, что положение Группы Интегра с кредитной точки зрения является вполне устойчивым. Основной слабостью компании по-прежнему является высокая степень зависимости бизнеса от трех крупнейших клиентов, в то время как к позитивным моментом мы относим высокую степень финансовой гибкости, продемонстрированной в 2009 году.

Облигации Интегра Финанс-2 предлагают доходность в 13.84% к погашению в ноябре 2011 (дюрация 1.5 года), что, на наш взгляд, является весьма привлекательным уровнем на фоне существенного снижения доходностей по всем сегментам рынка рублевого долга.

Интегра опубликовала операционные результаты 2009-го и портфель заказов на 2010 год

Объем заказов существенно снизился в 2009 году по всем сегментам за исключением технологических услуг

Портфель заказов на 2010 год еще может увеличиться

Структура долга заметно улучшилась в течение 2009 года

Мы ожидаем, что долговая нагрузка в 2010 году будет умеренной

Доходность бумаг Интегры представляет интерес для инвесторов с соответствующим аппетитом к риску

Минимальная цена на молоко не критична для ВБД

Вчера на съезде Национального союза производителей молока рассматривалось соглашение о принципах сотрудничества между производителями и переработчиками молока. Ключевым моментом данного документа является установление минимальной закупочной цены сырого молока на уровне 11 рублей за литр. Несмотря на существенное давление со стороны Правительства соглашение не было подписано ни одним из крупнейших переработчиков. Тем не менее, даже если такая ценовая планка и будет определена в будущем, то это не скажется существенным образом на кредитном профиле группы ВБД – единственном переработчике молока, представленном на рынке рублевых облигаций (ВБД 2: дюрация 0.76 лет, доходность 7.92%; ВБД 3: дюрация 0.5 лет, доходность 7.82%).

Стоит отметить, что по данным Минсельхоза еще в декабре 2009 года средняя закупочная цена сырого цельного молока в России находилась на уровне 12 руб за литр. Цены производителей весьма волатильны в течение года ввиду большого влияния фактора сезонности (так летом 2009 года стоимость литра молока опускалась до 6 руб/л). Таким образом, среднегодовая закупочная цена переработчиков могла находиться приблизительно на уровне 9 руб/л. Определенно, установление минимальной планки в 11 руб/л оказало бы негативное влияние на рентабельность бизнеса переработчиков молока, но мы не считаем, что оно может быть критичным.

Отметим, что в январе группа ВБД опубликовала сообщение о том, что во второй половине 4кв2009 года ее молочный дивизион был вынужден ограничить производство ряда продуктов, а также столкнулся со снижением маржи. Данная ситуация объясняется серьезным дефицитом и сопутствующим ему ростом цен сухого молока на фоне уже довольно высоких закупочных цен на сырое молоко. В этих условиях прогноз компании по уровню EBITDA за 4кв2009 года оказался в диапазоне US\$54–64 млн, что ниже аналогичного показателя за 3кв2009 года на 27%–40%.

Исходя из данной информации, мы предполагаем, что в случае роста среднегодовой закупочной цены на молоко до уровня превышающего 11 руб/л, результаты ВБД за 4кв2009 года являются вполне приемлемыми для экстраполяции на весь 2010 год. Стоит отметить, в результатах 4кв2009 года также заложены близкие к историческим максимумам цены на сухое молоко. Также при экстраполяции не учитывается возможность поддержания рентабельности ВБД за счет повышения отпускных цен и эффект от адаптации продуктовой линейки к сложившимся условиям (рост доли высокомаржинальных молочных продуктов и сокового дивизиона).

С учетом наших довольно консервативных допущений, EBITDA группы ВБД за 2010 год может находиться на уровне US\$216–256 млн. На основе такого прогноза, долговая нагрузка компании (без учета привлечения нового долга) составит 1.9–2.2х Долг/EBITDA, что, по нашему мнению, является весьма приемлемым уровнем в стрессовой ситуации. Фактором роста долговой нагрузки могла бы послужить M&A активность компании с целью достижения максимальной вертикальной интеграции бизнеса. Однако говорить о вероятности такого развития событий преждевременно, ввиду все еще значительной неопределенности в отношении как уровня закупочных цен, так и возможности роста отпускных цен.

Мы считаем, что даже с учетом реализации наиболее негативного сценария, кредитный профиль ВБД остается на весьма приемлемом уровне, а компания будет принимать существенные меры по защите рентабельности своего бизнеса. Также, существенным фактором поддержки служит тот факт, что значительная доля бизнеса ВБД приходится на соковый дивизион. В этой связи мы не считаем оправданной существенную коррекцию в рублевых облигациях компании в том случае если минимальная отпускная цена сырого молока все-таки будет установлена.

Попытка установить минимальную закупочную цену на сырое молоко вчера не увенчалась успехом, но даже если это произойдет, мы не ожидаем существенного негативного влияния на кредитный профиль ВБД

Закупочная цена еще в декабре превышала обсуждаемую планку, но среднегодовая все-же была ниже

В январе ВБД понизила прогноз по EBITDA на 4кв2009 года из-за неблагоприятной конъюнктуры цен на сырье

Цифры за 4кв2009 года мы экстраполируем на весь 2010 год...

... и не видим существенного негативного влияния на кредитный профиль ВБД

В реальности компания будет бороться за рентабельность бизнеса, и мы не ждем коррекции в ее рублевых бумагах

Аукционы Москвы и ОФЗ

В среду успешно завершились аукционы по продаже Москва-49 (объем 20 млрд.руб., дюрация 5.6 лет) и ОФЗ 25073 (объем 10 млрд. руб., дюрация 2.2 года) прошли очень успешно - был размещен весь объем бумаг с большой переподпиской. Вчерашним утром позитивная динамика на рынке облигаций, наблюдавшаяся в понедельник и вторник, продолжилась – доходность ОФЗ и бумаг Москвы снизилась еще на 10-20 б.п. Таким образом, сложившаяся на аукционах доходность оказалась ниже, чем мы предполагали: 6.58% по ОФЗ 25073 и 8.0% по Москва-49.

Мы обращаем внимание на то, что доходность ОФЗ в среднесрочном сегменте (2-3 года) приближается к уровням первой половины 2007 года (около 6.0%). На наш взгляд, нет никаких оснований полагать, что ситуация на рынке облигаций сейчас лучше, чем в те времена. Поэтому мы считаем, что потенциал дальнейшего снижения доходности ОФЗ в этом сегменте является незначительным, и если подобное произойдет, то достигнутые ценовые уровни будут неустойчивыми.

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко		(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно банковских операций

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
Выпуск облигаций		
Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfaizullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Аналитика

Операции на рынке облигаций

Организация облигационных займов

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.