

Пульс рынка

- ▶ **Рынки не готовы к продолжению ралли**, несмотря на сильную макростатистику по США. Объем розничных продаж в США в апреле вырос на 0,1% м./м., лучше консенсус-прогноза (ожидалось снижение продаж на 0,3% м./м.). При этом без учета авто- и топливной компоненты продажи выросли на 0,6% м./м. Но ралли на финансовых рынках не нашло продолжения (по итогам дня индексы S&P и Dow Jones почти не изменились). Также не произошло улучшения и на сырьевых рынках. По-видимому, на рынки вновь вернулось беспокойство скорого сворачивания монетарных стимулов (на что недавно намекнул глава ФРС). Как мы и предполагали, в ответ на повышение доходностей базовых активов (10-летние UST сегодня котируются на уровне YTM 2,05%) суверенные бонды РФ вчера продемонстрировали негативную ценовую динамику (котировки бумаг Russia 42 просели на 0,6 п.п. до 117,8%), и, по нашему мнению, коррекция продолжится сегодня.
- ▶ **Petrobras поставил рекорд на первичном рынке GEM**. Рекордно низкие ставки на долговых рынках GEM стимулируют эмитентов к увеличению предложения новых бондов. Вчера бразильская нефтегазовая компания Petrobras (BBB/Vaa1/BBB) успешно разместила евробонды (на 3,5, 10 и 30 лет, в том числе с плавающей ставкой купона) номиналом 11 млрд долл. Масштабные инвестиционные планы эмитента (сарех на 5 лет составляет 237 млрд долл.) не помешали инвесторам предъявить высокий спрос на бумаги (50 млрд долл.). Размещение 30-летних бондов прошло с YTM 5,76% (=MS + 271 б.п.), для сравнения - длинные бонды Газпрома котируются на уровне MS + 230 б.п. В столь благоприятных условиях на внешних рынках естественным представляется скорое появление Роснефти на "первичке" с jumbo-выпуском.
- ▶ **Слабая экономика импорту не помеха... Как это отразится на рубле?** Согласно оценкам ФТС, замедление импорта из стран дальнего зарубежья прекратилось, и его рост в апреле даже ускорился: до 8% г./г. после 6% в 1 кв. 2013 г. Новые цифры важны тем, что являясь опережающим индикатором всего импорта (в силу высокой доли, 80%), указывают на сохранение спроса на импорт вопреки резкому замедлению экономики. Если учесть, что главным фактором восстановления выступали закупки машин и оборудования (отражение внутреннего инвестиционного потенциала), и именно они задают тон общему импорту, формально пока нет серьезных оснований прогнозировать резкое его ослабление. При стагнирующем экспорте и увеличении отрицательного сальдо по другим составляющим текущего счета (услугам, инвестиционным доходам и трансфертам) активизация импорта означает сжатие профицита текущего счета, роста зависимости курса рубля от капитальных потоков. Именно такое структурное ухудшение платежного баланса могло усилить апрельское падение рубля (>3%), когда для его поддержки ЦБ продал 0,7 млрд долл. за месяц. Падение курса до 35,5 руб., которое мы прогнозировали на 2 кв., уже реализовалось. В ближайшие месяцы, ввиду сохранения темпов роста импорта, возросшей уязвимости рубля к спекулятивным факторам, а также более негативных ожиданий участников по ценам на нефть, мы видим более вероятным дальнейшее умеренное ослабление курса (несмотря на его текущую позитивную коррекцию).
- ▶ **Конъюнктура на рынке стали остается слабой для Мечела** (Moody's: B3), который опубликовал операционные результаты за 1 кв. 2013 г. Реализация ЖРК снизилась на 11% кв./кв. до 1,04 млн т, продажи в стальном сегменте также просели (сортовой прокат - на 13% до 841 тыс. т, товарная заготовка - на 46% до 355 тыс. т, метизы и сварная сетка - на 15% до 204 тыс. т). Отметим, что в 1 кв. 2013 г. спот-цены на холодный прокат и ЖРС продемонстрировали умеренно позитивную динамику (+5% и +20%, соответственно). Некоторое улучшение произошло в угольном дивизионе: реализация угольного концентрата выросла на 13% кв./кв. Исходя из динамики операционных показателей, мы не ожидаем увеличения EBITDA кв./кв. по итогам 1 кв. 2013 г. (~100 млн долл.) и сокращения долговой нагрузки (по итогам 2012 г. Чистый Долг/EBITDA - 7,2x). В то же время Мечелу удалось договориться о рефинансировании краткосрочной части долга (1,6 млрд долл. на конец 2012 г.) за счет кредитов ВТБ (40 млрд руб. на 5 лет) и ГПБ (1 млрд долл. на 5 лет).

Темы выпуска

- ▶ ПрофМедиа: снижение рейтинга без видимых причин
- ▶ НОВАТЭК: распродает запасы, "разгоняя" выручку

ПрофМедиа: снижение рейтинга без видимых причин

S&P понизило рейтинг с негативным прогнозом...

Рейтинг медиакомпания ПрофМедиа от агентства S&P был снижен на одну ступень - до "B" с негативным прогнозом, при этом рейтинг выпуска облигаций понижен до "B-". Основанием для рейтингового действия стали показатели деятельности в 2012 г., которые, по мнению агентства, оказались слабее, чем ожидалось, в сегменте бизнеса по производству контента. Кроме того, по оценкам S&P, рентабельность ПрофМедиа оказалась ниже в сравнении с основными конкурентами. Негативное влияние на прогноз по рейтингу оказывает вероятный вывод интернет-бизнеса из состава группы (вследствие объединения с SUP Media). Долговая политика компании оценивается как очень агрессивная и рисковая.

... что, по нашему мнению, не соответствует в целом неплохим финансовым показателям

Мы не разделяем мнение агентства. Исходя из предоставленной нам компанией отчетности по МСФО за 2012 г., рентабельность ПрофМедиа, по нашим оценкам, составила 25,9% (+6,9 п.п. г./г.), при этом выручка увеличилась на 12,5% до 16 млрд руб. Долговая нагрузка немного сократилась с 2,97х до 2,1х в терминах отношения Чистый долг/LTM EBITDA. Также мы отмечаем и заметный рост денежного потока от продолжающейся операционной деятельности (на 73% г./г. до 3 млрд руб.). По одному из ключевых сегментов "Телевидение" показатель EBITDA увеличился на 90% г./г. до 1,53 млрд руб., что полностью компенсировало некоторый спад в сегменте производства контента (выручка за 2012 г. - 3,6 млрд руб. (-6% г./г.), EBITDA - 1,6 млрд руб. (-16% г./г.)). Кстати говоря, весьма успешный старт фильма Легенда №17 (лучший для российского кино в 2012-2013 гг.), который за первую неделю проката собрал 251 млн руб., заметно улучшит показатели ПрофМедиа в сегменте контента в 1П 2013 г. Цифровой сегмент образует лишь 4% всей EBITDA, и поэтому его вывод из состава группы (планируемый в 2013 г.) не окажет почти никакого влияния на кредитное качество.

Мы считаем, что компания будет способна исполнить оферту по облигационному выпуску

Негативным моментом в отчетности за 2012 г. стало повышение краткосрочного долга до 5,3 млрд руб. (из-за учета облигационного выпуска на 3 млрд руб., по которому предстоит оферта в июле 2013 г.), что превышает EBITDA (4,14 млрд руб.). Отметим, что запас денежных средств на балансе ПрофМедиа составляет ~1 млрд руб., а невыбранные кредитные линии - 1,1 млрд руб., что снижает риски рефинансирования. При этом S&P ожидает успешного завершения переговоров с потенциальными кредиторами и отмечает вероятность получения поддержки от акционера (Группа Интеррос). Мы считаем, что компания будет способна исполнить оферту по облигационному выпуску.

Облигации без потенциала для ценового роста

Наша рекомендация от 12 ноября 2012 г. покупать облигации ПрофМедиа-1 по цене 97,5-98,4% от номинала реализовалась: сейчас котировки находятся около номинала (УТР 10,8% @ июль 2013 г.), что по нашему мнению, не предполагает дальнейший потенциал для ценового роста.

НОВАТЭК: распродает запасы, "разгоняя" выручку

Сильные результаты за счет сокращения запасов

Вчера НОВАТЭК (BBB-/Baa3/BBB-) опубликовал финансовую отчетность по МСФО за 1 кв. 2013 г., которую мы оцениваем нейтрально для кредитного профиля компании. В 1 кв. 2013 г. существенный рост показателей был обеспечен реализацией запасов, накопленных в 4 кв. 2012 г. Мы считаем, что во 2 кв. 2013 г. стоит ждать обратного эффекта на фоне восстановления части запасов как жидких углеводородов, так и природного газа.

Долговая нагрузка в терминах отношения Чистый Долг/EBITDA за 1 кв. 2013 г. сократилась незначительно до 1,04х благодаря небольшому снижению общего долга и повышению показателя EBITDA. Мы считаем, что в целом в 2013 г. НОВАТЭК существенно улучшит свои финансовые показатели за счет наращивания объемов реализации и роста цен на газ в РФ, который ожидается с 1 июля 2013 г. Телеконференция, посвященная опубликованным результатам, состоится 15 мая.

Ключевые финансовые показатели НОВАТЭКа

| в млн руб., если не указано иное | 1 кв. 2013 | 1 кв. 2012 | изм. |
|----------------------------------|---------------|--------------|---------|
| Выручка | 80 565 | 54 097 | +49% |
| ЕБИТДА | 32 905 | 24 217 | +36% |
| Рентабельность по ЕБИТДА | 40,8% | 44,8% | -4 п.п. |
| Чистая прибыль | 22 698 | 21 239 | +7% |
| Операционный поток | 25 532 | 23 949 | +7% |
| Инвестиционный поток, в т.ч. | -17 932 | -2 535 | +7,1x |
| Капвложения | -10 742 | -5 955 | +80% |
| Финансовый поток | -9 651 | -15 669 | -38% |
| в млн руб., если не указано иное | 31 марта 2013 | 31 дек. 2012 | изм. |
| Совокупный долг, в т.ч. | 126 091 | 132 487 | -5% |
| Краткосрочный долг | 12 786 | 34 682 | -2,7x |
| Долгосрочный долг | 113 305 | 97 805 | +16% |
| Чистый долг | 109 184 | 114 067 | -4% |
| Чистый долг/ЕБИТДА LTM* | 1,0x | 1,2x | - |

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка увеличилась на 49% г./г. на фоне роста продаж

В 1 кв. 2013 г. выручка НОВАТЭКа увеличилась почти на 50%, отражая рост объемов реализации газа (+16,8% г./г., до 18,74 млрд куб. м) и жидких углеводородов (+70,3% г./г., до 1,61 млн тонн) на фоне высвобождения продукции из запасов, сформированных в 4 кв. 2012 г. Напомним, что в 4 кв. 2012 г. 461 тыс. тонн (или в два раза больше, чем на конец 2011 г.) стабильного газового конденсата (СГК) были отражены в запасах, что составляет почти 40% от общего объема его экспорта в 1 кв. 2013 г. Из запасов газа также было реализовано свыше 1 млрд куб. м, или более 5% от общего объема продаж в 1 кв. 2013 г. Компании удалось увеличить средний нэтбэк продаж природного газа на 18,6% г./г. при том, что внутренние цены на газ в России увеличивались лишь один раз в июле 2012 г. на 15%.

Дополнительное позитивное влияние на выручку оказала реализация закупаемого газа (+76% г./г., или на 1,76 млрд куб. м), жидких углеводородов (в несколько раз до 241 тыс. тонн, что составляет 15% от их общего объема продаж).

Показатель ЕБИТДА/барр. н.э. вырос на 23% г./г.

Тем не менее, из-за более низкой маржинальности закупаемой продукции этот фактор оказал давление на рентабельность по ЕБИТДА: она сократилась с 44,8% в 1 кв. 2012 г. до 40,8% в 1 кв. 2013 г.. Но рентабельность в отношениях ЕБИТДА на барр. собственной добычи увеличилась на 23% до 12 долл./барр. н.э., что говорит о продолжении тренда роста эффективности НОВАТЭКа.

Внутренний свободный денежный поток, несмотря на рост инвестиций

Несмотря на существенный рост капитальных вложений, НОВАТЭК продолжает генерировать значительный свободный денежный поток, который сократился лишь на 13% г./г. до 15,9 млрд руб. Рост капвложений обусловлен продолжением разработки ключевого актива компании (Юрхаровского месторождения) и инвестициями в новые добывающие проекты. Кроме того, около 1,9 млрд руб. в 1 кв. 2013 г. было вложено в проект по переработке и транспортировке газового конденсата в Усть-Луге, который позволит увеличить маржинальность сегмента жидких углеводородов за счет дополнительной переработки стабильного газового конденсата. Ранее НОВАТЭК планировал запустить завод в коммерческую эксплуатацию во 2 кв. 2013 г.

Бумаги справедливо оценены

Рублевые выпуски эмитента БО-2,3,4 (YTM 7,6-7,7% @ октябрь 2015 г.) имеют спред к ОФЗ в 170 б.п., что предполагает определенный потенциал для ценового роста бумаг (учитывая ожидаемое нами снижение ключевых ставок ЦБ РФ во 2 кв.). Евробонды NOVATEK 21,22 не интересны для покупки, котируются на кривой Газпрома.

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

| | |
|--------|-----------|
| Х5 | 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 |
|-------------|

| | |
|------------|----------|
| ЛОКО-Банк | Сбербанк |
| МКБ | ТКС Банк |
| НОМОС Банк | ХКФ Банк |
| ОТП Банк | |

| |
|---------------|
| Промсвязьбанк |
| РСХБ |

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.