

Пульс рынка

- **Затишье перед бурей.** Отсутствие "свежих" новостей из еврозоны способствовало небольшому росту на фоне снижения волатильности на финансовых рынках. Италия и Греция пытаются выйти из политического кризиса (новые премьер-министры назначены, однако коалиционные правительства находятся еще в стадии формирования) в надежде провести реформы с целью сокращения бюджетного дефицита. Довольно противоречивые данные поступают от представителей ЕЦБ (в котором, видимо, также нет единства). Одни говорят о том, что масштаб интервенций будет весьма ограниченным, а другие - что суверенные долги будут выкупаться без ограничений их объема.
- **Италия на пути к дефолту.** На фоне роста доходностей долгов Италии мы склоняемся к тому, что сейчас в еврозоне не существует кредитора последней инстанции. В этой связи все больше экономистов (в том числе Н. Рубини, экс-министр финансов РФ А. Кудрин) сходятся во мнении, что еврозона в существующем виде не переживет кризис. Проблема в том, что процентные платежи по суверенному долгу Италии превышают динамику ВВП страны: при текущем уровне рыночной стоимости заимствований для страны (около 7% годовых) они составляют около 60 млрд евро до 2015 г., что соответствует 4% ВВП, в то время как, по последним данным, рост ВВП составляет всего 0,8% в год. По нашему мнению, сокращение бюджетных расходов может привести к непропорционально более серьезному спаду в экономике Италии (как показал пример Греции), что негативно скажется на ВВП и уровне долговой нагрузки. Учитывая, что примерно половина долга Италии приходится на локальных инвесторов (из которых треть занимают банки), списание суверенного долга сильно ударит как по внутреннему кредитному рынку (за которым последует рецессия в экономике), так и по иностранным инвесторам. Среди европейских банков наиболее значительные вложения в долги Италии имеет Франция (в объеме 15% от ВВП), что может обойтись стране потерей наивысшего рейтинга (которая уже заложена в котировках - спред 10-летних бондов Франции к Германии составляет 200 б.п.).
- **"Первичка" рублевых облигаций: нерезиденты тоже могут.** Впервые в России зарегистрированы эмиссионные документы по выпуску рублевых облигаций нерезидента - канадской компании Uranium One. Законодательная и нормативно-правовая база давно позволяет проводить иностранным эмитентам размещение облигаций в РФ, однако осуществление всех согласований (чтобы соблюсти все нюансы различия юрисдикций) является настолько затратным по времени процессом, что проще использовать стандартную схему "российское SPV + поручительство/оферта от нерезидента".
- **Новые налоги могут увеличить РЕПО.** Предоставляемые завтра на депозиты 80 млрд руб. Минфина (мин. ставка 6,25%, срок - 42 дня, до 28 декабря) превышают требуемые для пролонгации депозитов в среду 50 млрд руб., что, на наш взгляд, обусловлено приближающимися налоговыми выплатами. Поскольку банки поддерживают высокие остатки на корсчетах (887 млрд руб.), в том числе для соблюдения ФОР, а приток госрасходов остается слабым, уплата страховых взносов (~260 млрд руб.) в начале этой недели может быть сопряжена с увеличением РЕПО с ЦБ.

Темы выпуска

- **Норильский Никель: европейский кризис может ударить по финансам**
 - **Новатэк: долговая нагрузка стабильна, несмотря на инвестиции**
-

Норильский Никель: европейский кризис может ударить по финансам

Нейтральные
результаты за
1П 2011 г.

Норильский Никель (BBB-/Baа2/BB+), крупнейший в мире производитель никеля и палладия, опубликовал финансовые результаты по МСФО за 1П 2011 г., которые мы оцениваем нейтрально и сохраняем свой позитивный взгляд на кредитный профиль компании. Выручка выросла на 24% до 7,3 млрд долл., при этом показатель EBITDA увеличился лишь на 15% до 3,7 млрд долл., что привело к снижению рентабельности по EBITDA с 55% до 51% г./г. Чистая денежная позиция с начала года сократилась с 3 млрд долл. до 1,2 млрд долл. по причине снижения денежных средств на балансе, направленных, преимущественно, на выкуп собственных акций.

Ключевые финансовые показатели НорНикеля

в млн долл., если не указано иное	1П 2011	1П 2010	изм.
Выручка	7 335	5 904	+24%
Валовая прибыль	4 217	3 383	+25%
Валовая рентабельность	57,5%	57,3%	+0,2 п.п.
EBITDA	3 743	3 249	+15%
Рентабельность по EBITDA	51,0%	55,0%	-4 п.п.
Чистая прибыль	1 818	2 345	-22%
Операционный поток	1 778	2 445	-27%
Инвестиционный поток, в т. ч.	-1 222	-1 802	-32%
Капитальные вложения	-1 046	-705	+48%
Финансовый поток	-3 102	-1 941	+1,6x

в млн долл., если не указано иное	30 июня 2011	31 дек. 2010	изм.
Краткосрочный долг	1 568	1 236	+27%
Долгосрочный долг	774	1 561	-50%
Совокупный долг	2 342	2 797	-16%
Чистый долг*	-1 237	-2 982	-2,4x
Долг/LTM EBITDA**	0,3x	0,4x	-

* с учетом банковских депозитов

** EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка отразила
рост цен на цветные
металлы...

Наибольший вклад в увеличение выручки от реализации металлов в абсолютном выражении внесли продажи никеля (+20% до 3,6 млрд долл.), доля которых в общем объеме сократилась на 2,4 п.п. до 52%. В относительном выражении быстрее остальных металлов росли продажи палладия (на 62%). Повышение выручки было обусловлено лишь ценовым ростом, в то время как физические объемы производства никеля и меди сократились на 6,7% и 7,4% г./г. до 135,7 тыс. тонн и 184,4 тыс. тонн, соответственно. Это снижение связано с ранним для российских активов (более 90% всего производства компании) сезонным перерывом в морской навигации во 2 кв. 2011 г. из-за весеннего паводка, что привело к задержке в поставке полуфабрикатов Заполярного филиала на Кольскую ГМК для последующей переработки и рафинирования. Кроме того, снижение производства было зафиксировано на африканских предприятиях.

... в то время как
объемы производства
снизились

Отставание
производства было
сокращено в 3 кв.
2011 г.

Уже в 3 кв. 2011 г. объемы производства никеля увеличились на 23% кв./кв., а меди на 5% кв./кв., что позволило сократить отставание за 9М 2011 г. от аналогичного периода прошлого года до 2,2% по никелю и 5,2% по меди. Стоит отметить, что рост производства в 3 кв. произошел только за счет российского и финского подразделений, в то время как производство в Африке продолжило спад.

Экспортные пошлины привели к снижению рентабельности...

Себестоимость выросла пропорционально выручке, что позволило валовой рентабельности остаться на отметке 57%. Основной вклад в увеличение себестоимости внесли расходы на приобретение металлов и лома (+42%), а также на заработную плату (+23%). Более медленный рост показателя EBITDA был обусловлен более чем трехкратным увеличением экспортных таможенных платежей. Напомним, что в апреле Правительство РФ изменило методику расчета экспортных пошлин на никель, поставив в зависимость их ставки от средних цен на металл на LME. Также с 18 декабря 2010 г. действует 10-процентная экспортная пошлина на медные катоды.

... и операционного денежного потока

Несмотря на увеличение EBITDA на 15%, денежный поток от операционной деятельности до налоговых платежей почти не изменился, составив 2,9 млрд долл., что объясняется финансированием оборотного капитала (почти 1 млрд долл.). Повышение экспортных пошлин обошлось компании в 644 млн долл. дополнительных расходов и обусловило снижение чистых денежных средств, полученных от операционной деятельности, на 27% до 1,7 млрд долл.

Операционный поток позволяет финансировать инвестиционную программу из собственных средств

Расходы на приобретение основных средств в 1П 2011 г. составили 1 млрд долл., при этом, исходя из озвученной в 2010 г. инвестпрограммы в размере 38 млрд долл. до 2025 г., объем капитальных расходов в 2011 г. может составить 2,5 млрд долл. В инвестиционные планы на 2011 г. включены следующие проекты:

- продолжение реализации проекта по освоению полиметаллических месторождений Забайкальского края (Быстринское месторождение меди, золота, серебра и железа, Бугдаинское молибденовое месторождение).
- ввод в эксплуатацию и модернизация производственных мощностей Заполярного филиала (в частности, реконструкция Талнахской обогатительной фабрики).
- начало строительства ледокола-контейнеровоза. Реализация проекта позволит отказаться от услуг сторонних перевозчиков и оптимизировать грузопотоки компании. Спуск на воду ожидается в 2013 г.

Текущего операционного денежного потока компании хватает для финансирования инвестиционной программы, также у нее имеется запас ликвидности свыше 3,6 млрд долл.

Buy-back акций приведет к появлению положительного чистого долга

Выкуп собственных акций (чистая сумма - 2,6 млрд долл.), а также погашение кредитов и займов (в объеме 523 млн долл.) были профинансированы, главным образом, за счет денежных средств, объем которых, с учетом депозитов, сократился на 38% до 3,6 млрд долл. После отчетной даты компания объявила о начале новой программы приобретения собственных акций и АДР на сумму до 4,5 млрд долл. (что составляет около 7,7% уставного капитала). 28 октября программа была закрыта. По нашим оценкам, на выкуп акций и АДР было направлено, как минимум, 4 млрд долл. Для ее финансирования компания привлекла 5-летний предэкспортный кредит в объеме 1,5 млрд долл. Осуществление данной программы может привести по итогам 2011 г. к снижению запаса ликвидности до минимальных значений и появлению положительного чистого долга.

Развитие кризиса сильно ударит по рынкам сбыта компании...

Мы отмечаем, что поскольку большая часть продукции компании поставляется на экспорт (в частности, на Западную Европу приходится 55% продаж никеля и 68% - меди), развитие европейского кризиса (который может привести к рецессии и падению спроса на цветные металлы) может оказать негативное влияние на динамику продаж и цены, что заметно снизит как выручку компании, так и ее рентабельность. Мы считаем, что существенное падение спроса на металлы в Европе не сможет быть компенсировано азиатским регионом, на долю которого приходится 28% от реализации никеля и лишь 7% меди.

...однако присутствует относительно высокий запас прочности

По нашим оценкам, только сокращение операционного потока на ~30% не позволит НорНикелю выполнять инвестиционную программу в полном объеме за счет собственных средств. Стоит отметить, что столь значительное снижение может произойти лишь в случае падения цен на цветные металлы до кризисных уровней 2008-2009 гг. (для никеля до 12 тыс. долл./т, или на 30% от текущих цен и для меди до 3,5 тыс. долл./т, или на 55% от текущих цен). Однако сейчас долговая нагрузка компании значительно ниже (в 1П 2009 г. отношение Чистый Долг/LTM EBITDA составляло 1,34x). Поэтому в случае обострения кризиса компания сможет или финансировать капитальные расходы за счет нового долга, или заморозить часть инвестиционных проектов.

**Облигации эмитента
стоят дорого**

На рынке облигаций компания представлена лишь одним выпуском НорНикель БО-3 (УТМ 7,5% @ июль 2013 г.), который крайне неликвиден и имеет спред к ОФЗ менее 100 б.п. при том, что сейчас на первичном рынке квазисуверенные выпуски оцениваются на уровне 100-120 б.п. к кривой ОФЗ. Мы считаем, что справедливая цена бумаг НорНикеля составляет 97,6-97,9% от номинала.

Новатэк: долговая нагрузка стабильна, несмотря на инвестиции**Результаты 3 кв. 2011
г. в целом позитивны**

В пятницу Новатэк (BBB-/Ваа3/BBB-) опубликовал финансовые результаты за 3 кв. и 9М 2011 г. по МСФО, которые мы оцениваем в целом позитивно.

Ключевые финансовые показатели Новатэка

в млн руб., если не указано иное	3кв. 2011	3кв. 2010	изм.	9М 2011	9М 2010	изм.
Выручка	39 980	29 441	+36%	125 417	82 889	+51%
ЕБИТДА	18 961	14 017	+35%	61 909	40 867	+51%
Рентабельность по ЕБИТДА	47,4%	47,6%	-0,2 п.п.	49,4%	49,3%	+0,1 п.п.
Чистая прибыль	8 227	10 061	-18%	41 327	28 203	+46%
Чистая рентабельность	20,6%	34,2%	-13,6 п.п.	32,9%	34,0%	-1,1 п.п.
Операционный поток	12 560	12 085	+4%	46 883	30 879	+52%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-8 237	-6 373	+29%	-51 314	-17 849	+2,8x
капитальные затраты	-13 467	-6 133	+2,2x	-24 022	-15 406	+56%
Финансовый поток	-2 037	-9 253	-4,5x	11 021	-10 890	-

в млн руб., если не указано иное	30 сент. 2011	31 дек. 2010	изм.
Краткосрочный долг	17 063	25 152	-32%
Долгосрочный долг	78 732	47 074	+67%
Совокупный долг	95 795	72 226	+33%
Чистый долг	78 903	61 988	+27%
Чистый долг/LTМЕБИТДА*	1,01x	1,09x	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Рост выручки
обеспечен в большей
степени объемами
продаж**

В 3 кв. 2011 г. рост выручки компании на 36% г./г. до 40 млрд руб. был обеспечен увеличением объемов реализации природного газа в натуральном выражении на 51% г./г., и в меньшей степени - более высоким уровнем цен на газ (+17% без учета включаемых в цену транспортных издержек) и жидкие углеводороды (в среднем, более чем на 20%). Поскольку основная доля выручки компании формируется за счет продажи природного газа исключительно в России, уровень устанавливаемых Новатэком цен зависит от регулируемых цен Газпрома.

**Несмотря на рост
НДПИ,
рентабельность
остаётся стабильной**

Несмотря на значительное увеличение НДПИ на газ со 147 до 237 руб. за млн куб. м, компания смогла удержать рентабельность по ЕБИТДА на уровне прошлого года. Негативная динамика чистой прибыли кв./кв. была обусловлена преимущественно ослаблением рубля к доллару США, что отразилось в убытке по курсовым разницам в размере 6,3 млрд руб.

**Капвложения в 3 кв.
росли за счет
приобретения
лицензий**

Увеличение капвложений в 3 кв. 2011 г. более чем вдвое и на 56% за 9М 2011 г. связано с приобретением за 6,9 млрд руб. лицензий на разработку Салмановского и Геофизического месторождений, а также Северо-Обского и Восточно-Тамбейского участков в ЯНАО.

**..а общие инвестиции
за 9М 2011 - за счет
приобретения доли в
Сибнефтегазе...**

За 9М 2011 г. общий рост инвестиций почти втрое произошел по причине осуществления в марте 2011 г. выплаты за 51% долю в Сибнефтегазе (~21 млрд руб.), формально приобретенную в декабре 2010 г.

Увеличение доли в 3 кв. 2011 г. в Ямал СПГ с 51% до 100% посредством реализации двух опционов "колл" отнесено на кредиторскую задолженность компании в сумме 961 млн долл. Оплата будет происходить поэтапно до 30 июня 2012 г. После отчетной даты 20-процентная доля Новатэка в Ямал СПГ была продана концерну TOTAL за 425 млн долл. (плюс дополнительное участие в капитале). Учитывая, что в соответствии с акционерным соглашением, никто из партнеров не будет обладать преимущественным правом голоса, и фактически Новатэк больше не будет осуществлять контроль над предприятием, с 6 октября 2011 г. участие в Ямал СПГ будет отражаться в отчетности Новатэка по методу долевого участия в капитале.

...которая была частично профинансирована за счет нового долга

Капвложения компании были профинансированы из операционных потоков, в то время как прочие инвестиции - частично за счет нового долга. При этом долговая нагрузка компании (Чистый долг/EBITDA) не возросла, а наоборот, даже немного снизилась с 1,09x с начала года до 1,01x за счет опережающего роста операционной прибыли. В октябре 2011 г. было принято решение о выплате промежуточных дивидендов по итогам 1П 2001 г. в сумме 7,6 млрд руб., по нашим оценкам, привлечения нового долга не потребует.

Краткосрочная задолженность Новатэка не превышает 18% от совокупного долга. Увеличение долгосрочного долга за 9М 2011 г. произошло за счет выпуска в феврале 2011 г. двух траншей еврооблигаций на 5 и 10 лет на общую сумму 1,25 млрд долл. (~39,6 млрд руб.). Долгосрочная часть долга компании достаточно хорошо структурирована, поскольку более половины представлено одним рублевым выпуском на 10 млрд руб. с погашением в июне 2013 г. и вышеуказанными евробондами.

Бонды TNK выглядят интереснее Новатэка

Обращающиеся выпуски Новатэка имеют низкую ликвидность и котируются практически на одном уровне с кривой Газпрома. С учетом различия в кредитных рейтингах (одна ступень по шкале S&P и Fitch, и две по шкале Moody's) мы считаем, что премия за риск между бондами эмитентов должна существовать в размере как минимум 50 б.п. На рынке еврооблигаций более интересным бондом в сравнении с Novatek16 является TNK16, предлагающий премию 30 б.п. (судя по доходностям последних сделок) при лучшем наборе кредитных рейтингов.

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
Дмитрий Румянцев		(+7 495) 721 2817
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 721 9900

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.