

15 сентября 2011 г.

Пульс рынка

- Конференц-колл лидеров стран Греции, Германии и Франции завершился заверениями о том, что Греция останется в составе еврозоны, а также выполнит бюджетные ограничения, которые необходимы для получения очередного транша помощи от ЕЦБ. Хотя данная новость формально не означает, что Греция не допустит дефолта, индексы акций продемонстрировали позитивную динамику, прибавив 1-2%. Соответственно на рынке UST произошел рост доходностей, в частности бонды 10Y UST вплотную приблизились к отметке YTM2,0%. Повышение цен рискованных активов пока выглядит как закрытие коротких позиций. Из сегодняшних данных по США интерес представляют индекс потребительской инфляции, а также новые обращения за пособиями по безработице.
- Вчера НК Альянс (В+/-/В) объявила о завершении строительства инфраструктуры на Колвинском месторождении и его запуске в соответствии с ранее заявленными планами. Ожидаемый ежедневный объем добычи на этом месторождении – 22 тыс. баррелей (около 8 млн баррелей в год), что составляет около половины текущего объема. Общие запасы этого месторождения составляют около 519 млн баррелей. По нашим оценкам, его запуск позволит Альянсу до конца года дополнительно получить EBITDA в размере более 55 млн долл. Текущая премия бумаг НК Альянс-3 и Альянс БО-1 (дюрация 1,75 и 2,19 лет, соответственно) к крупнейшим нефтяным компаниям составляет около 150-200 б.п. Мы ожидаем ее снижения в среднесрочной перспективе при соответствии объемов добычи на Колвинском планируемому величинам, а также после успешного окончания реконструкции Хабаровского НПЗ в 2012 г.
- Вчера основной владелец химического холдинга ЕвроХим Андрей Мельниченко заявил, что до конца сентября компания закроет сделку по покупке крупного актива в Европе. По сообщениям СМИ, ЕвроХим планирует приобрести часть активов BASF по производству азотных и сложных удобрений (завод в Антверпене и, возможно, 50% в СП PEC-Rhin во Франции с суммарной мощностью 2,5 млн т удобрений в год и выручкой 500 млн евро в 2010 г.). Немецкая компания считает их непрофильными для себя и в марте 2011г. объявила о продаже данных активов (сделка планировалось закрыть до конца 1 кв. 2012 г.). В числе потенциальных покупателей фигурировали норвежская Yara и египетская OCI. На наш взгляд, активы BASF являются привлекательными для ЕвроХима, т.к. российская компания сможет повысить рентабельность переработки на этих заводах благодаря поставкам более дешевого калия и фосфатов, а также аммиака, себестоимость производства которого в России существенно ниже.

Мы считаем, что на фоне позитивной конъюнктуры мирового рынка удобрений, высокой конкуренции за актив, а также с учетом удачного расположения мощностей стоимость сделки (завод + 50% СП) может составить 650 – 950 млн долл. На наш взгляд, ЕвроХим может позволить покупку данных предприятий без существенного привлечения нового долга: (1) компания продолжает генерировать высокий операционный денежный поток (15 530 млн. руб. за 1П 2011 г) (2) в июле ЕвроХим уже привлек пятилетний синдицированный кредит на 1,3 млрд долл. (3) на балансе компании находится около 8% акций K+S AG общей стоимостью около 962 млн долл. по текущим котировкам, который может быть частично использован для финансирования данной сделки. По нашему мнению, новость нейтральна для облигаций эмитента. Еврохим в настоящее время имеет 2 выпуска рублевых облигаций с дюрацией 3,27 и 3,54 года, которые предлагают премию к ОФЗ на уровне 110-125 б.п., а также евробонд EuroChem'12 с дюрацией 0,49 лет и доходностью 4,42% год.

Темы выпуска

- Денежный рынок: ЦБ сужает коридор
 - АФК Система: все ровно, кроме рентабельности
 - Черкизово: ожидаем увеличения и без того высокой долговой нагрузки
-

Денежный рынок: ЦБ сужает коридор

ЦБ сузил процентный коридор за счет повышения депозитных ставок и снижения ставок РЕПО

Вчера ЦБ принял решение о повышении депозитных ставок и одновременном снижении ставок РЕПО на 25 б.п. В результате произошло сужение до 150 б.п. так называемого процентного коридора - разницы между минимальной ставкой на аукционах прямого РЕПО (с 15 сентября 5.25%) и депозитной ставкой overnight (3.75%).

Однако позитивный характер его действий не вполне очевиден

В пресс-релизе по результатам заседания Банк России обосновал свое решение желанием снизить волатильность ставок денежного рынка в "условиях риска возникновения ситуации недостатка рублевой ликвидности в банковской системе". Но с точки зрения ставок overnight данный шаг Центрального банка не слишком отличается от прямого ужесточения денежно-кредитной политики, так как, несмотря на ухудшение ситуации с ликвидностью, уровень депозитной ставки для этого сегмента денежного рынка намного важнее, чем условия прямого РЕПО с ЦБ. Растущие опасения скорого появления дефицита ликвидности, о чем свидетельствует серьезный рост среднесрочных ставок в последние недели, а также ажиотажный спрос на аукционах по размещению бюджетных средств, безусловно будут сдержаны решением ЦБ снизить ставку РЕПО. Поэтому для длинного конца кривой сужение коридора является умеренно-позитивным фактором.

У ЦБ есть возможность дальнейшего сужения коридора, еще на 50 б.п.

Таким образом, в целом положительный характер вчерашних действий ЦБ не вполне очевиден. На наш взгляд более логичным шагом для успокоения денежного рынка было бы единовременное снижение ставки РЕПО на 50 б.п. Мы надеемся, что, если состоится еще одно сужение процентного коридора, Банк России поступит именно таким образом. В развитых странах нормой считается коридор в 100 б.п., в России он сейчас составляет 150 б.п., поэтому возможность для дальнейшего сужения существует.

Подтолкнуть на такой шаг его может ситуация на валютном рынке, где ЦБ снова стал продавать валюту

В связи с тем, что, бивалютная корзина снова существенно превысила отметку 35.1 руб. (сейчас 35,67 руб) и, по нашим оценкам, ЦБ стал продавать валюту и изымать рубли, повысилась неопределенность по поводу ситуации с банковской ликвидностью в сентябре-октябре. Если укрепления рубля в скором времени не произойдет, то накопленные валютные продажи ЦБ (пока за 13-14 сентября это всего около \$300 млн.) станут важным фактором стерилизации рублевой ликвидности. В результате повышается вероятность роста ставок overnight в налоговый период.

Даже в текущих негативных условиях появление серьезного дефицита в сентябре маловероятно

Однако мы считаем, что серьезного дефицита ликвидности в конце сентября ждать не стоит. Во-первых, давление со стороны валютных продаж ЦБ в скором времени должно привести к падению стоимости корзины ниже 35.1 руб., как это было в середине августа. Во-вторых, Минфин в любом случае предоставит банкам необходимые средства через депозитные аукционы (см. наш обзор от 01.09.11). По нашему мнению, основной объем бюджетных средств в сентябре, как и в прошлом месяце, будет предложен ближе к 20 числам и при негативном сценарии на валютном рынке может составить более 150 млрд. руб.

В ноябре-декабре ЦБ может пойти еще на одно сужение коридора. Мы надеемся, что произойдет только снижение ставки РЕПО

Но, если, вопреки нашим ожиданиям, бивалютная корзина продолжит длительное время колебаться в зоне целевых продаж ЦБ на фоне негативных новостей с запада, то появятся перспективы возникновения структурного дефицита ликвидности, для компенсации которого недостаточно бюджетных депозитов, а нужно задействовать операции РЕПО с ЦБ. Понимая опасность такого сценария, Банк России может в превентивном порядке снизить ставку РЕПО и сузить таким образом процентный коридор. По нашим оценкам это может произойти уже в ноябре-декабре. Как мы писали выше, более предпочтительно, чтобы ЦБ не повышал при этом депозитную ставку, однако, учитывая реалии, мы не можем исключить, что сужение коридора снова произойдет с обоих концов.

АФК Система - все равно, кроме рентабельности

АФК Система (ВВ/Ваз/ВВ-), являющаяся крупным в РФ и СНГ диверсифицированным холдингом, объявила неаудированные финансовые результаты за 2 кв. и 1П 2011 г., которые мы оцениваем нейтрально. Поскольку основной вклад в операционные показатели вносят МТС и Башнефть, отчитавшиеся ранее, представленные результаты АФК Системы во многом были ожидаемыми. По сообщению РБК Система находится в стадии переговоров с France Telecom о продаже контрольного пакета акций МТС, однако официального опровержения или подтверждения от компании не последовало. Мы считаем такую сделку маловероятной поскольку МГТС, входящая в состав МТС, предоставляет услуги спецсвязи государственным органам.

Выручка Системы выросла на 27% до 16,6 млрд долл., при этом увеличение показателя OIBDA оказалось более скромным (лишь на 2% до 4 млрд долл.), что привело к снижению рентабельности по OIBDA на 5,9 п.п. до 24,3% в 1П 2011 г. по сравнению с 1П 2010 г. С начала года долговая нагрузка также продемонстрировала негативную динамику. Чистый долг вырос как в абсолютном выражении на 1 млрд долл., составив 14,4 млрд долл., так и в отношении к LTM OIBDA с 1,80х до 1,94х.

Ключевые финансовые показатели АФК Система

в млн долл., если не указано иное	2 кв. 2011	2 кв. 2010	изм.	2 кв. 2011	1 кв. 2011	изм.
Выручка	8 962	6 918	+29%	8 962	7 686	+17%
OIBDA	2 222	1 871	+19%	2 222	1 828	+21%
Рентабельность OIBDA	24,8%	27,0%	-2,2 п.п.	24,6%	28,6%	-4 п.п.

в млн долл., если не указано иное	30 июня 2011	31 дек. 2010	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	16 263	15 402	+5%
Краткосрочный долг	3 570	3 196	+12%
Долгосрочный долг	12 693	12 206	+4%
Чистый долг	14 349	13 137	+9%
Чистый долг/OIBDA*	1,94х	1,80х	-

* OIBDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Результаты Башнефти обусловили рост выручки

Повышение выручки во 2 кв. наблюдалась как в портфеле "Базовые активы", состоящего из МТС, Башнефть, Башкирэнерго, так и в портфеле "Развивающиеся активы", включающего Ситроникс, Интурист, МБРР, Детский мир. Портфель базовых активов принес порядка 90% всей консолидированной выручки компании. Основной вклад в увеличение объемов реализации по сравнению со 2 кв. 2010 г. и предыдущим кварталом внесла Башнефть, рост выручки которой составил 50% и 30% соответственно. Подробный анализ отчетности Башнефти за 1П 2011 г. представлен в нашем ежедневном комментарии от 9 сентября 2011 г.

МТС внесла волатильность в рентабельность

Почти вся прибыль на уровне OIBDA по-прежнему генерируется МТС и Башнефтью. По сравнению с предыдущим кварталом рентабельность по OIBDA выросла на 1 п.п. до 24,8%, однако в сравнении со 2 кв. 2010 г. рентабельность остается все еще на 2,2 п.п. ниже. Данная динамика обусловлена главным образом результатами МТС, маржа которой хоть и продемонстрировала заметное восстановление во 2 кв. по сравнению с 1 кв., но все еще отстает от уровня 2 кв. 2010 г. Наш комментарий к отчетности МТС за 1П 2011 г. см. в ежедневном комментарии от 7 сентября 2011 г.

Развивающиеся активы сократили свой убыток на уровне OIBDA...

Портфель развивающихся активов продолжил оставаться убыточным даже на уровне OIBDA, однако размер убытка заметно ниже, чем в предыдущем квартале (-45 млн долл. во 2 кв. против -122 млн долл. в 1 кв.). Из компаний, входящих в развивающиеся активы и представленных на рынке облигаций присутствуют: Детский мир, остающийся убыточным на уровне OIBDA; Интурист, имеющий прибыль от операционной деятельности; а также Ситроникс и МБРР, прибыльные по OIBDA, но имеющие убыток от операционной деятельности.

...и остались слабым звеном в кредитном профиле АФК Системы

В абсолютном выражении долг, приходящийся на развивающиеся активы, почти не изменился составив 4,5 млрд долл., однако его доля в общей задолженности компании снизилась до 27%. Наибольшая часть долга развивающихся активов приходится на Ситроникс (0,9 млрд долл.) и индийскую дочку SSL Ltd (1,3 млрд долл.). Таким образом, долговая нагрузка развивающихся активов по-прежнему представляет слабое место в кредитном профиле компании. Тем не менее этот долг не настолько велик, чтобы транслироваться в заметную кредитную премию АФК Системы над риском МТС и Башнефти.

Долговая нагрузка немного увеличилась...

Увеличение капитальных расходов во 2 кв. на 70% кв/кв и на 92% г/г до 891 млн долл. было обусловлено в основном затратами компаний МТС и Башнефти, которые для последней носят сезонный характер. Операционный поток полностью покрывает расходы, связанные с капитальными затратами и прочей инвестиционной деятельностью. Тем не менее суммарная задолженность АФК Системы с начала года выросла на 860 млн долл. до 16,3 млрд долл., в том числе по причине оптимизации структуры долга Башнефти. Как следствие, произошло небольшое увеличение долговой нагрузки с 2,1х в 2010 г. до 2,2х в терминах отношения Долг/LTM OIBDA, что сопровождалось снижением денежных средств и их эквивалентов на 350 млн долл.

... но риски рефинансирования по-прежнему не значительны

В структуре долга на долю краткосрочных обязательств приходится лишь 22%, при этом согласно управленческой отчетности пик погашений/рефинансирований (в объеме 4,8 млрд долл.) приходится на 2012 г. В течение следующих 12 месяцев эмитенту предстоит пройти через оферту, предусмотренную 17 августа 2012 г. по выпуску АФК Система-2 номиналом 20 млрд руб. В дату предыдущей оферты 22 марта 2011 г. эмитенту пришлось выкупить облигации из этого выпуска на сумму 8,6 млрд руб. Принимая во внимание хорошую сбалансированность долга по срочности, а также комфортное отношение долга к операционной прибыли, мы оцениваем риски рефинансирования компании на низком уровне.

Позитивным моментом стало снижение долговой нагрузки Русснефти

Позитивным моментом представленных результатов стало снижение долга Русснефти во 2 кв. на 12,5% до 5,4 млрд долл., что произошло как по причине улучшения операционных показателей Русснефти, так и в связи с целевым направлением средств, полученных от продажи ряда перерабатывающих и сбытовых активов холдинга, на погашение задолженности по кредитам. Напомним, что именно высокая долговая нагрузка Русснефти (49% акций которой принадлежит Системе) является препятствием для её объединения с Башнефтью. Таким образом, учитывая быстрое сокращение долга Русснефти, можно ожидать скорую интеграцию компаний, что по нашим оценкам улучшит кредитный профиль Башнефти и Системы. Переговоры с ONGC в отношении Башнефти продолжаются, принятие решения ожидается до конца года.

В бумагах эмитента торговых идей нет

Среди обращающихся облигаций АФК Системы мы не видим торговых идей. В сегменте коротких бумаг с рейтингом уровня ВВ интерес представляют бумаги СеверСталь БО-1, предлагающие YTM 7,3% к погашению в сентябре 2012 г.

Черкизово: ожидаем увеличения и без того высокой долговой нагрузки

Группа Черкизово (-/B2/-), один из ведущих производителей мяса в России, опубликовала относительно слабые финансовые результаты по МСФО за 2 кв. и 1П 2011 г. Несмотря на некоторое восстановление рентабельности во 2 кв. 2011 г. по сравнению с 1 кв. 2011 г. (что мы связываем с получением госсубсидий из-за резкого роста цен на корма), уровень прошлого года достигнут не был. Так, рентабельность EBITDA снизилась в 1П 2011 г. до 15,3% против 19,7% в 1П 2010 г. К тому же, рост капложений на 43% г./г. (в частности, в связи с реализацией крупных проектов в Пензе и Брянске), а также приобретение Моссельпрома в мае 2011 г. (44 млн долл. было оплачено наличными средствами сразу, еще 27 млн долл. предстоит выплатить до конца года либо денежными средствами, либо акциями группы) привели к увеличению долга с начала года на 35% до 875 млн долл. В итоге, долговая нагрузка (Чистый долг/EBITDA) группы достигла отметки 3,92х на конец отчетного периода (на начало года этот показатель составлял 2,49х).

Ключевые финансовые показатели Черкизово

в млн долл., если не указано иное	2кв. 2011	2кв. 2010	изм.	1П 2011	1П 2010	изм.
Выручка	381	308	+24%	689	573	+20%
Валовая прибыль	106	91	+16%	170	164	+4%
Валовая рентабельность	27,8%	29,5%	-1,7 п.п.	24,6%	28,6%	-4 п.п.
ЕБИТДА	72	63	+14%	106	113	-6%
Рентабельность ЕБИТДА	18,9%	20,4%	-1,5 п.п.	15,3%	19,7%	-4,4 п.п.
Чистая прибыль	49	44	+11%	67	76	-12%
Чистая рентабельность	12,9%	14,3%	-1,4 п.п.	9,7%	13,3%	-3,6 п.п.
Операционный поток	55	86	-36%	87	115	-24%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-54	-44	+23%	-105	-69	+52%
капитальные затраты	-57	-45	+27%	-99	-69	+43%
Свободный денежный поток	1	42	-	-18	46	-

в млн долл., если не указано иное	30 июня 2011	31 дек. 2010	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	875	648	+35%
Краткосрочный долг	287	182	+58%
Долгосрочный долг	587	466	+26%
Чистый долг*	830	546	+52%
Чистый долг/ЕБИТДА**	3,92x	2,49x	-

* Долг за вычетом денежных средств и краткосрочных депозитов

** ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост выручки за счет повышения цен и объемов реализации

Группа осуществляет свою деятельность в 3 операционных сегментах: птицеводство, свиноводство и переработка мяса. На сегодняшний момент птицеводство и мясопереработка занимают приблизительно одинаковые доли в выручке (43% и 40%, соответственно), остальные 17% приходятся на сегмент свиноводства. Рост выручки в 1П 2011 г. на 20% относительно 1П 2010 г. был обусловлен ростом цен на продукцию компании во всех сегментах (+9%, +17% и +14% в птицеводстве, мясопереработке и свиноводстве, соответственно), а также увеличением объемов реализации в сегменте птицеводство (+18%), и в меньшей степени - в переработке мяса (+6%). Объемы производства в сегменте свиноводства остались на уровне прошлого года.

Снижение ЕБИТДА и рентабельности, несмотря на госсубсидии

Несмотря на рост выручки, показатель ЕБИТДА сократился, что было обусловлено резким увеличением цен на фуражное зерно из-за засухи лета 2010 г.), а также ростом затрат на оплату труда и коммунальные услуги. Так, расходы на сырье (76% себестоимости) повысились на 26% до 394 млн долл., даже с учетом коррекции на госсубсидии в 1П 2011 г. в размере 19 млн долл. против 455 тыс долл. в 1П 2010 г. Тем не менее, с учетом того, что сейчас цены на зерно снизились, мы ожидаем дальнейшего восстановления рентабельности.

Стоит отметить влияние снижения процентных ставок по кредитам

Снижение чистой прибыли в 1П 2011 г. составило 12% относительно 1П 2010 г., чистая рентабельность снизилась до 9,7% против 13,3% г./г. Однако стоит отметить, что поддержку прибыльности оказывает снижение процентных расходов: после корректировки на госсубсидии эффективная процентная ставка по кредитам составила 1,84% против номинальной ставки в 11,29%.

Часть инвестиций пришлось профинансировать из накопленных средств

Операционный денежный поток в 1П 2011 г. сократился до 87 млн долл. Существенное увеличение инвестиций в связи со строительством птицеводческих площадок в Пензе и Брянске (99 млн долл.) и приобретением Моссельпрома (43 млн долл.) привело к необходимости финансирования части расходов из накопленных денежных средств компании (денежные средства и эквиваленты сократились с 68 до 39 млн долл., что привело, соответственно к увеличению чистого долга).

Консолидация Моссельпрома и

Совокупный долг Черкизово с начала года вырос на 35% или 227 млн долл., в основном, в результате отражения 186 млн. долл. долгов приобретенного Моссельпрома на балансе

рост инвестиций
привели к высокой
долговой нагрузке...

...которая продолжит
расти в связи с
реализацией
крупного проекта в
Липецкой области

группы. Это, вкупе с ростом капвложений и оплатой покупки Моссельпрома, привело к увеличению долговой нагрузки до максимального уровня за последние 3 года. На 30 июня 2011 г. показатель Чистый долг/EBITDA составил 3,92х против 2,49х на конец 2010 г.

После отчетной даты, в июле 2011 г., группа объявила оферту и почти полностью выкупила выпуск МосСельПром-2 по номиналу (из 1,5 млрд руб. были погашены облигации на сумму 1,27 млрд руб.) из-за относительно высокой купонной ставки 12,25% год. Также мы ожидаем, что Черкизово будет необходимо привлечение нового долга (соответственно, рост долговой нагрузки продолжится) в связи с началом реализации крупномасштабного проекта в Липецкой области, инвестиции в который оцениваются в 700 млн долл. до 2013-14 гг., т.е. около 230 млн долл. в год. У компании зарегистрированы 3 рублевых выпуска на пять лет, а также 2 выпуска биржевых облигаций сроком на 3 года на общую сумму 11 млрд руб. (~400 млн долл.).

В единственном выпуске Черкизово-БО-3 со сроком погашения в ноябре 2013 г. мы не видим торговых идей ввиду его низкой ликвидности.

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
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
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.