

Пульс рынка

- ▶ **Американские потребители не ощущают действие "печатного станка".** Потребительская инфляция в США в марте снизилась на 0,2% м./м. (консенсус-прогноз предполагал стабилизацию цен), главным образом, по причине падения цен на топливо (-4,4% м./м.). В результате в годовом выражении она составила 1,5%, что на 0,5 п.п. ниже, чем в феврале. Базовая инфляция выросла лишь на 0,1% м./м., что также свидетельствует об отсутствии инфляционных рисков. Судя по продолжающемуся снижению цен на топливо в США, инфляция сохранит понижательный тренд в следующие несколько месяцев, что в условиях слабого экономического роста может привести к более низким доходностям на рынке UST (вчера 10-летние бонды котировались на уровне YTM 1,7%). Низкие инфляционные риски позволяют ФРС сохранять в действии монетарные стимулы в течение длительного времени. Однако, с другой стороны, отсутствие у QE инфляционного эффекта может свидетельствовать о неэффективности выбранной "терапии" (деньги остаются "запертыми" на финансовых рынках, не доходя до реального сектора экономики). После довольно слабых данных по рынку жилья, опубликованных накануне, резкое повышение числа новых строительных площадок стало неожиданным (хотя число разрешений на строительство и сократилось). Также лучше ожиданий оказались данные по промышленному производству (+0,4% м./м.). Появление небольшого "проблеска" в макроданных по США позволило американским индексам акций частично восстановить понесенные накануне потери.
- ▶ **Участие в сегодняшних аукционах по ОФЗ не имеет спекулятивного интереса.** Сегодня Минфин предлагает 10-летние ОФЗ 26211 и 5-летние ОФЗ 25081 номиналом 20 млрд руб. и 10 млрд руб., соответственно. Судя по котировкам вторичного рынка, озвученные ориентиры YTM 6,20-6,25% и YTM 6,92-6,97% предполагают некоторую премию лишь по 5-летним бумагам (последние сделки вчера проходили на уровне YTM 6,22-6,24%). Как мы неоднократно отмечали, увеличение доли нерезидентов на рынке (до 20%, по различным оценкам) заметно повысило его чувствительность к внешнему фонду. Так, высокий спрос на аукционах в среду на прошлой неделе (когда доходности госбумаг находились вблизи локальных минимумов) резко сменился коррекцией (доходности доразмещенных выпусков 26210 и 26212 поднялась на 10 б.п. до YTM 6,51% и YTM 7,24%, соответственно) в связи с ухудшением настроений на глобальных рынках. Учитывая отсутствие позитива (вчерашний рост акций выглядит, скорее, как технический отскок), мы считаем, что участие в сегодняшних аукционах (особенно, по длинным ОФЗ) не представляет спекулятивного интереса.
- ▶ **Небезынтересное предложение на "первичке".** Ориентир по 2-летним БО-5 Кредит Европа Банк (-/Ba3/BB-) номиналом 5 млрд руб. в диапазоне YTP 9,73-9,99% предполагает спред к кривой ОФЗ в 380-406 б.п. Он соответствует верхней границе доходностей облигаций банков категории "BB". Кроме того, помимо относительно высокой номинальной доходности, эти бумаги несут возврат на RWA (~172%) в размере 181 б.п. (после вычета налога), что для некоторых банков является неплохим уровнем прибыльности. Поэтому мы рекомендуем участвовать в размещении по верхней границе ориентира. Не столь интересным выглядят предложенные ОАО «Вертолеты России» (-/Ba2/BB+) облигации номиналом 10 млрд руб. с ориентиром YTP 8,94-9,20% к 3-летней оферте (=ОФЗ + 287-313 б.п.). Однако, учитывая агрессивное размещение 3-летних БО-3 Аэрофлота (Fitch: BB-), которые сейчас котироваются на уровне YTM 8,27-8,37%, мы не исключаем, что предложенные бумаги будут размещены ниже ориентиров среди узкого круга инвесторов.

Темы выпуска

- ▶ Акрон: результаты по сезону
- ▶ АФК Система: диверсификация портфеля активов продолжается

Акрон: результаты по сезону

Умеренно слабые результаты за 4 кв.

Акрон (-/В1/В+), один из ведущих российских производителей азотных и сложных удобрений, опубликовал сезонно слабые результаты за 4 кв. 2012 г. EBITDA сократилась на 13% кв./кв., а свободный денежный поток был по-прежнему отрицательным. Из позитивных моментов мы отмечаем снижение долговой нагрузки с 2,0х до 1,7х Чистый долг/EBITDA. Чистый долг сократился благодаря вхождению группы финансовых инвесторов в капитал дочерней компании ВКК, разрабатывающей калийное месторождение.

Ключевые финансовые показатели Акрона

в млн руб., если не указано иное	4 кв. 2012	3 кв. 2012	изм.	2012	2011	изм.
Выручка	17 643	18 197	-3%	71 112	65 431	9%
Валовая прибыль	7 525	7 868	-4%	30 672	29 974	2%
Валовая рентабельность	42,7%	43,2%	-0,5 п.п.	43,1%	45,8%	-2,7 п.п.
EBITDA	4 602	5 270	-13%	19 822	20 762	-5%
Рентабельность по EBITDA	26,1%	29,0%	-2,9 п.п.	27,9%	31,7%	-3,8 п.п.
Чистая прибыль	3 144	5 132	-39%	14 861	20 328	-27%
Операционный поток	3 102	-2 125	-	9 294	10 374	-10%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-5 572	-7 851	-29%	-19 908	-602	33.1x
Капвложения	-3 375	-6 066	-44%	-16 122	-10 844	49%
Финансовый поток	12 853	-7 999	-	25 478	-3 862	-

в млн руб., если не указано иное	31 дек. 2012	30 сент. 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	61 559	60 446	2%
Краткосрочный долг	23 383	26 159	-11%
Долгосрочный долг	38 176	34 287	11%
Чистый долг	34 106	42 836	-20%
Долг/EBITDA LTM*	3,11x	2,78x	-
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,72x	1,97x	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка сократилась из-за низкого сезона и укрепления рубля

Выручка Акрона в 4 кв. 2012 г. упала на 3% в основном из-за низкого сезона на рынке, а также укрепления рубля. Производство удобрений в 4 кв. увеличилось на 7,8% до 1 379 тыс. т благодаря окончанию плановых ремонтов на Дорогобуже в 3 кв. 2012 г., росту производительности новой установки карбамида, а также окончанию спора с ФосАгро по цене на апатитовый концентрат в августе 2012 г., что привело к увеличению выпуска сложных удобрений на 6%. В то же время объемы производства органической и неорганической химии сезонно сократились на 27% и 6%, соответственно.

Ценовая динамика в 4 кв. была умеренно негативной или нейтральной по большинству видов удобрений из-за низкого сезона: цены на сложные удобрения упали на 3% до 439 долл./т (FOB Балтика), а цены на карбамид и ЖКУ в целом не изменились (377 долл./т и 289 долл./т, соответственно). Однако за счет укрепления рубля в 4 кв. цены на удобрения в рублях снизились по сравнению с 3 кв. 2012 г.

EBITDA временно упала, однако добывающие проекты окажут поддержку

На фоне падения выручки и продолжающегося роста цен на ключевые виды сырья (калий, апатитовый концентрат) в 4 кв. 2012 г., а также сезонного роста транспортных и общехозяйственных затрат EBITDA сократилась на 13%, а рентабельность составила 26,1% против 29,0% кварталом ранее.

Отметим, что после ввода в эксплуатацию ГОК Олений Ручей и начала собственного производства апатитового концентрата в декабре 2012 г. Акрон сможет уже в этом году полностью обеспечить собственные потребности в данном сырье, что поддержит рентабельность. Компания оценивает, что доступ к собственному фосфатному сырью позволит увеличить рентабельность EBITDA с 25% до 30% в среднем по циклу. Кроме того, после запуска калийного месторождения (ожидается в 2016 г.) маржа EBITDA Акрона может превысить 35% в среднем по циклу.

Операционный поток вышел в плюс, но свободный денежный поток по-прежнему в красной зоне

После падения чистого операционного денежного потока в 3 кв. до -2,1 млрд руб., компания смогла восстановить его до 3,1 млрд руб. за счет сокращения инвестиций в оборотный капитал вследствие сезонного изменения структуры и дальности отгрузок. Кроме того, инвестиционная активность компании также упала: капвложения сократились с 6,1 до 3,4 млрд руб. Однако в 4 кв. Акрон потратил 3,9 млрд руб. на приобретение 12,7% польского производителя удобрений Azoty Tarnow. В ходе телеконференции менеджмент подтвердил, что компания не имеет планов по дальнейшему увеличению пакета, если польская сторона не проявит большую гибкость в переговорах.

Реализация калийного проекта пока не потребует нового долга

Реализация второго масштабного проекта Акрона по производству калийного сырья пока не приводит к росту долга, поскольку в 4 кв. было привлечено 12,8 млрд руб. от группы финансовых инвесторов в форме долевого финансирования. Остальные средства в объеме 1,1 млрд долл. (~34 млрд руб.) планируется привлечь в 2014 г. в виде кредитной линии (условия пока не озвучены).

Программа капвложений на 2013-14 г. запланирована на уровне 600 млн долл. ежегодно. Только средств из операционного денежного потока, скорее всего, не хватит. Дополнительным источником их финансирования может стать продажа 2,88% пакета Уралкалия (текущая рыночная стоимость 650 млн. долл.): Акрон озвучил план продать до конца года до половины пакета и оставшуюся часть - в 2014 г. У компании также зарегистрировано 2 выпуска биржевых облигаций и 3 выпуска традиционных облигаций (проспект истекает в начале июня) общим номиналом 25 млрд руб.

Совокупный долг за период практически не изменился, составив 61,6 млрд руб., но за счет вливания средств инвесторов в капитал ВКК чистый долг сократился на 20% до 34,1 млрд руб.

Обращающиеся облигации Акрона имеют низкую торговую ликвидность. Размещенные в октябре прошлого года БО-1 котируются с YTM 8,8-8,9% @ октябрь 2015 г. (=ОФЗ + 280-290 б.п.), что соответствует, скорее, эмитентам категории ВВ. Мы считаем, что бумаги эмитента выглядят дорого. В сегменте корпоративных бумаг категории "В" лучшей альтернативой выпуску Акрона являются 3-летние облигации Лента-3, которые котируются с YTP 9.5-9.6% (=ОФЗ + 350-360 б.п.).

АФК Система: диверсификация портфеля активов продолжается

АФК Система (ВВ/Ва3/ВВ-) представила финансовую отчетность за 2012 г. по US GAAP, которая произвела на нас нейтральное впечатление.

Ключевые финансовые показатели АФК Система

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.	2012	2011	изм.
Выручка	9 450	8 360	+13%	34 241	32 941	+4%
OIBDA скорр.	2 073	2 114	-2%	8 543	8 269	+3%
Рентабельность по OIBDA	21,9%	25,3%	-3,4 п.п.	25,0%	25,1%	-0,1 п.п.
Операционная прибыль	968	299	+223%	3 719	3 942	-6%
Операционная рентабельность	10,2%	3,6%	+6,6 п.п.	10,9%	12,0%	-1,1 п.п.
Чистая прибыль	201	-530	н/а	947	218	+4,3x
Операционный поток	1 312	2 084	-37%	5 844	5 571	+5%
Отток средств по инвестиционной деятельности, в т.ч.	-43	-2 204		-4 672	-5 186	-10%
Капвложения	-1 430	-1 602	-11%	-4 210	-4 132	+2%
Отток средств по финансовой деятельности	-1 432	1 157	н/а	-3 099	-482	+6,4x
в млн долл., если не указано иное				31 дек. 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				15 664	16 382	-4%
Краткосрочный долг				3 202	4 375	-27%
Долгосрочный долг				12 462	12 006	+4%
Долг/LTM OIBDA* скорр.				1,8x	2,0x	-

*OIBDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Развивающие активы оказали заметное влияние на динамику консолидированной выручки

Мы отмечаем, что в 2012 г. на долю развивающихся активов пришлось около 47% прироста консолидированной выручки. Наиболее позитивную динамику среди них продемонстрировали:

- РТИ (+283 млн долл. за счет консолидации системного интегратора Энвижн Груп и роста бизнеса оборонных решений),
- Детский Мир (+109 млн долл., за счет расширения сети и роста сопоставимых продаж);
- МТС-Банк (+151 млн долл., за счет роста кредитного портфеля и процентных доходов).

Наихудшие с точки зрения динамики выручки результаты показал Интурист (-190 млн долл.) из-за изменения порядка учета туроператорского и розничного бизнесов после создания СП с Thomas Cook.

Консолидированная OIBDA под давлением налоговой нагрузки Башнефти

Некоторое давление на скорректированный показатель OIBDA (без учета переоценки активов) оказали результаты Башнефти из-за возросшей налоговой нагрузки. Напомним, что у Башнефти, в отличие от других крупных игроков, не было возможности полностью реализовать потенциал роста экспортных поставок сырой нефти, так как компании необходимо обеспечивать загрузку собственных НПЗ, которые потребляют нефти больше, чем компания в состоянии добывать на данный момент. В результате Башнефть оказалась в проигрыше из-за системы "60-66-90" по сравнению с большинством нефтяных компаний. Также заметно ухудшилась прибыльность РТИ и Интуриста (13 млн долл. и -14 млн долл. на уровне OIBDA) при улучшении в большей части прочих активов.

Система планирует вывести SSTL на безубыточность по OIBDA в конце 2014-начале 2015 г.

После возобновления ранее отозванных телекоммуникационных лицензий в Индии, Система несколько изменила подход к развитию своего индийского актива (SSTL). Количество регионов присутствия сократилось с 22 до 9, однако, SSTL осталась в наиболее привлекательных из них, (приносили SSTL порядка 75%), имеющих высокий потенциал развития беспроводной передачи данных и находящихся ближе всего к выходу на безубыточность (по OIBDA). Система ожидает, что бизнес SSTL достигнет этого в конце 2014-начале 2015 г., и до тех пор не планирует значительных капвложений, сеть в оставшихся регионах присутствия, по большей части, уже построена. После выхода на безубыточность Система планирует рассмотреть варианты дальнейшего развития актива, одним из которых является продажа.

Также стоит отметить, что оплата лицензий будет произведена с учетом ретроспективных затрат (296 млн долл.), произведенных в 2008 г., а дальнейшие расчеты будут осуществляться равными частями по 73 млн долл. в течение 10 лет, начиная с 2016 г. Таким образом, оплата лицензий в Индии не окажет серьезного давления на показатели Системы.

В 2012 г. инвестиции Системы повысились на 2% до 4,2 млрд долл., из них 69% - капитальные вложения МТС (+12% г./г.), в основном, в развитие сети 3G, 21% - Башнефти (+1,5% г./г.). Сарех развивающихся активов сократился на 38% г./г. до 417 млн долл.

Система стала крупным игроком в сегменте ж/д перевозок

Затраты по сделкам M&A в 2012 г. составили 889 млн долл. Напомним, что крупнейшим приобретением стала 100% доля в СГ-Транс (22,8 млрд руб.), крупнейшем независимом перевозчике сжиженного газа. Также Система приобрела у Башнефти 50% ж/д оператора Финансовый Альянс (3,4 млрд руб.). Объединенный парк компаний достигнет 30 тыс. вагонов. В 2013 г. выручка нового сегмента может составить 18 млрд руб., OIBDA - 6 млрд руб. Система рассматривает и новые приобретения для расширения присутствия в сегменте ж/д транспортировки.

В 2012 г. операционного денежного потока было достаточно для финансирования инвестиционной деятельности. Дополнительно для погашения долга, выплаты дивидендов и прочей финансовой деятельности были использованы накопленные денежные средства (они сократились на ~1 млрд долл. до 1,9 млрд долл.). Общий долг снизился до 15,7 млрд долл. (в т.ч. 7,6 млрд долл. - долг МТС, 3,6 млрд долл. - Башнефти).

Новое предложение публичного долго возможно в случае M&A

В 2013 г. группе необходимо будет погасить задолженность в объеме 3,2 млрд долл., в т.ч. 188 млн долл. самой холдинговой компании, остальное приходится на операционные компании. По заявлениям менеджмента, выход АФК Система на публичный долговой рынок будет возможен в случае осуществления каких-либо сделок M&A.

От продажи долей в активах планируется получить 500 млн долл.

Дополнительным источником средств в 2013 г. может стать продажа долей в имеющихся активах. В ходе телеконференции менеджмент озвучил, что рассчитывает получить порядка 500 млн долл. в рамках этих сделок.

Ожидается заметный рост дивидендов

Отдельно отметим, что планируется значительно увеличить дивиденды за 2012 г. (Совет директоров пройдет в эту субботу). В 2012 г. выплаты по результатам 2011 г. составили 658 млн долл.

Евробонды эмитента интересны, рублевые бумаги выглядят дорого

Мы считаем бонды Sistema 19 (YTM 5,23%) лучшей альтернативой MTS 20, предлагая к ним премию в размере 94 б.п., которая выглядит избыточной, исходя из набора кредитных рейтингов (а также прояснением ситуации с индийскими активами). Обращающиеся рублевые облигации АФК Система предлагают не столь щедрую, как на рынке евробондов, премию (40-50 б.п.) к кривой МТС. Спред облигаций АФК Система к кривой ОФЗ (250 б.п.) соответствует корпоративным бумагам категории ВВ. Мы не видим потенциала для ценового роста бумаг эмитента.

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

X5	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 февраля: "пациент" скорее жив...

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

Заседание ЦБ обошлось без сюрпризов

Вечная дилемма ЦБ, или как не поддаваться искушению

Э. Набиуллина была выдвинута на пост главы ЦБ: сюрприз с оттенком консервативности

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 перешла в отступление?

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

Бюджетная анти-диета

Долговая политика

Комфортный план Минфина по заимствованию

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.