

## Пульс рынка

---

- **У Греции мало времени... как всегда.** По данным Financial Times, у правительства Греции осталось всего 9 дней на принятие множества необходимых, но непопулярных решений, чтобы получить доступ к согласованному пакету помощи и избежать мартовского дефолта. Среди важных реформ - либерализация рынка «закрытых» профессий, ужесточение антикоррупционного законодательства, повышение собираемости налогов, а также подготовка к продаже как минимум двух гос. предприятий до июня. Жесткие условия реформ, а также строгие временные рамки их реализации подчеркивают отсутствие доверия к Греции тройки ее ключевых кредиторов – ЕЦБ, Еврокомиссии и МВФ.
- **Китай продолжает замедляться.** Опубликованный сегодня индекс деловой активности производителей Китая, который практически не изменился с уровня января и находится по-прежнему ниже 50 пунктов, на наш взгляд, разочаровал инвесторов и может свидетельствовать о продолжении замедления промышленного производства в Китае четвертый месяц подряд на фоне падения товарооборота с Европой и снижения спроса внутри страны из-за длинных новогодних праздников, а также продолжающегося сжатия китайского рынка жилья. Напомним, что китайский ЦБ в субботу объявил о сокращении нормы резервирования по депозитам банков для стимулирования внутреннего кредитования и поддержания темпов экономического роста.
- **Сегодня пройдет аукцион 15-летних ОФЗ нового выпуска 26207** (10 млрд руб.). Установленный Минфином ориентир 8,20-8,40% довольно широк. Мы рекомендуем участвовать в аукционе по верхней границе.
- **Новая Перевозочная Компания**, дочерняя операционная компания группы Globaltrans (Moody's: Ba3) начала маркетинг нового выпуска (предварительный рейтинг выпуска - B1) объемом 5 млрд руб. на 3 года без оферты. Ориентир по доходности (YTM 10,62-11,15% год.) соответствует премии 50-100 б.п. к кривой Евразия (B+/Ba3/BB-), что выглядит не совсем оправданно, и мы считаем выпуск привлекательным.
- **Русфинанс Банк (Moody's: Baa3)** планирует 1 марта открыть книгу заявок на выпуск БО-02 объемом 4 млрд руб. Ориентиры по доходности (9,00-9,50% год. к оферте через 1,5 года/9,25-9,75% год. к оферте через 2 года) предполагают премию к прошедшим в этом месяце размещениям госбанков РСХБ (-/Baa1/BBB) и Газпромбанка (BB+/Baa3/-) на 1,5 и 2 года, соответственно, около 50-100 б.п., и мы считаем, что справедливый уровень доходности находится в середине предлагаемого диапазона.
- **Западный Скоростной Диаметр** маркетизирует 3 новых выпуска (рейтинг выпусков Baa3 от Moody's) в дополнение к первым двум, которые были размещены в июне прошлого года. Несмотря на ожидание включения бумаг в Ломбардный список, мы считаем, что размещение малопривлекательно, например, в сравнении с бумагами госбанков, и будет интересно лишь ограниченному кругу инвесторов.

## Темы выпуска

---

- СУЭК: краткосрочного долга почти не осталось
  - ЕАБР: рост портфеля при увеличении рентабельности
-

## СУЭК: краткосрочного долга почти не осталось

**Результаты оцениваем нейтрально** Группа СУЭК (Moody's: Ba3) опубликовала финансовую отчетность по МСФО за 2011 г., которую мы оцениваем в целом нейтрально. Поскольку в апреле 2011 г. энергетические активы были выделены в отдельную компанию, группой были представлены данные исключительно по угольному бизнесу продолжаемой деятельности (угольный бизнес).

### Ключевые финансовые показатели СУЭК\*

В млн руб., если не указано иное	2П 2011	1П 2011	изм.	2011	2010	изм.
Выручка	84 868	82 145	+3%	167 013	131 200	+27%
Валовая прибыль	21 505	22 623	-5%	44 128	24 682	+79%
Валовая рентабельность	25,3%	27,5%	-2,2 п.п.	26,4%	18,8%	+7,6 п.п.
ЕБИТДА	25 151	26 032	-3%	51 183	34 902	+47%
Рентабельность по ЕБИТДА	29,6%	31,7%	-2,1 п.п.	30,6%	26,6%	+4 п.п.
Чистая прибыль	5 978	18 888	-3,2x	24 866	9 052	+2,7x
Чистая рентабельность	7,0%	23,0%	-16 п.п.	14,9%	6,9%	+8 п.п.
Операционный поток				23 924	21 232	+13%
Инвестиционный поток				-30 357	-10 668	+2,8x
Финансовый поток				1 738	-15 548	-

в млн руб., если не указано иное	31дек. 2011	30 июня 2011	изм.	31 дек.2010	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	95 205	79 973	+19%	86 192	+10%
Краткосрочный долг	9 860	29 580	-3,0x	17 302	-1,7x
Долгосрочный долг	85 345	50 393	+67%	68 890	+24%
Чистый долг	91 407	73 737	+24%	77 935	+17%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM	1,79x	2,83x	-	2,23x	-

\*По продолжаемой деятельности

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Второе полугодие оказалось несколько слабее первой половины года**

Выручка во 2П 2011 г. осталась практически на уровне 1П 2011 г. (+3%): снижение доходов в российском сегменте (-1,6%), ввиду теплых ноября и декабря 2011г., было компенсировано ростом выручки от поставок угля в Азиатско-Тихоокеанский регион (+4,5%). Опережающие темпы роста себестоимости (+6% П/П) привели к снижению валовой прибыли на 5% П/П и, соответственно, валовой рентабельности - до 25,3% с 27,5%.

**Однако 2011 г. в целом был существенно лучше 2010 г.**

За 2011 г. выручка превысила показатель 2010 г. на 27%, составив 167 млрд руб., как за счет роста цен на уголь на 20% г./г., так и за счет наращивания объемов реализации на 6,2% г./г. Отметим, что наибольший вклад в динамику выручки внес Азиатско-Тихоокеанский регион (+59% г./г.). В результате благоприятной ценовой конъюнктуры валовая прибыль в 2011 г. превысила показатель 2010 г. почти вдвое, достигнув 44 млрд руб. Показатель ЕБИТДА вырос на 47% г./г. до 51 млрд руб., рентабельность по ЕБИТДА составила 30,6% против 26,6% в 2010 г.

**Капвложения почти полностью профинансированы из операционного потока**

Чистый операционный поток (после направления 14,6 млрд руб. в оборотный капитал) составил 23,9 млрд руб. Из него была профинансирована большая часть капвложений СУЭК, составивших 26,8 млрд руб.

Чистый финансовый поток по итогам года составил 1,7 млрд руб. Были привлечены новые заемные средства (64 млрд руб.), которые были направлены на рефинансирование части долга (40,6 млрд руб.), на выплату дивидендов (13,7 млрд руб.), а также на выкуп собственных акций у материнской структуры (28,2 млрд руб.). Данный выкуп акций был частично компенсирован выручкой от продажи энергетических активов (19,9 млрд руб.) той же материнской структуре. При этом стоит отметить, что недополученные средства в размере 9,7 млрд руб. (отражены на балансе СУЭК в качестве долгосрочной дебиторской задолженности) будут выплачены в 2015 г., по ним начисляется ставка 5% год.

**Снижение долговой нагрузки обеспечено высокой операционной прибылью.**

В результате выделения энергетического бизнеса капитал СУЭКа уменьшился с 69,6 до 16,5 млрд руб. Помимо выкупа собственных акций это связано и с сокращением добавочного капитала на сумму 23,1 млрд руб. Соотношение капитала к совокупным активам значительно снизилось с 33% до 11%, что, на наш взгляд, является негативным фактором.

Совокупный долг на конец года вырос на 10% до 95,2 млрд руб. В октябре 2011 г. был привлечен 5-летний синдицированный кредит на 1,3 млрд долл., который был направлен преимущественно на рефинансирование краткосрочной задолженности (на конец 1П она составляла ~30 млрд руб.), в результате чего сроки погашения основной части долга наступают не ранее 2015-2016 г. Напомним, что в марте 2011 г. компания пыталась провести IPO, однако из-за неблагоприятной рыночной конъюнктуры оно было отложено на неопределенный срок.

Чистый долг СУЭК увеличился на 17% до 91,4 млрд руб. за счет снижения накопленных денежных средств, тем не менее, его отношение к EBITDA по итогам года снизилось до 1,79x против 2,83x на конец 1П 2011 г. благодаря опережающему росту операционной прибыли.

**Прогноз на 2012 г.**

Мы предполагаем, что динамика выручки компании в этом, как и в прошлом, году будет определяться ценовой конъюнктурой на рынке энергетического угля. При этом ранее заявленное Минэнерго РФ возможное повышение экспортных пошлин на уголь в случае сохранения роста цен на 15-20% может оказать сдерживающее влияние на финансы компании.

Также, недавнее приобретение группой за 7,8 млрд руб. ООО "Арктические разработки" (владеет лицензией на Апсатское месторождение коксующегося угля) говорит о планах компании по развитию данного перспективного направления. Кроме того, компания продолжила инвестиции в транспортную инфраструктуру (приобрела еще 18,7% акций Мурманского порта).

На наш взгляд, текущий уровень цен на уголь позволяет компании генерировать достаточный денежный поток для финансирования большей части инвестиционной программы. Соответственно, пока предпосылок для какого-либо существенного роста долговой нагрузки мы не видим.

Единственный выпуск СУЭК-Финанс,1 сейчас торгуется с доходностью около YTM 8,6% год. при дюреции 1,32 года, и мы не видим существенного потенциала для его роста.

## ЕАБР: рост портфеля при увеличении рентабельности

**ЕАБР продолжает наращивать кредитование проектов**

Евразийский банк развития (ЕВБР/АЗ/ЕВБР), вчера опубликовал годовую отчетность за 2011 г., которую мы оцениваем положительно: ЕАБР продолжил наращивать кредитование проектов, существенно увеличив рентабельность и сохраняя высокую обеспеченность капиталом.

### Ключевые финансовые показатели ЕАБР

в тыс. долл., если не указано иное	31.12.2011	30.06.2011 г.	31.12.2010 г.	изменение
Кредитный портфель, нетто	1 343 996	1 065 918	820 953	+26%/+30%
Активы	2 837 683	2 842 995	2 552 593	без изм./+11%
Собственный капитал	1 680 000	1 677 046	1 663 497	без изм./+1%
Выпущенные долговые ценные бумаги	1 037 817	1 082 505	810 687	-4%/+33%

  

в тыс. долл., если не указано иное	2011	2010	изменение
Чистый процентный доход до резервов	68 053	45 904	+48%
Чистый процентный доход	68 901	32 924	+2,1x
Операционные доходы	72 578	50 431	+44%
Расходы/доходы	66%	69%	-3 п.п.
Чистая прибыль	24 475	15 813	+55%
Чистая процентная маржа	3,4%	1,9%	+1,5 п.п.

Источник: ЕАБР, оценки Райффайзенбанка

**В 4 кв. 2011 г. чистый кредитный портфель ЕАБР вырос на 26%**

За 4 кв. 2011 г. объем выданных средств (чистый кредитный портфель) ЕАБР вырос на 26% до 1,3 млрд долл. (+64% за 2010 г.). За ноябрь-декабрь 2011 г. текущий инвестиционный портфель ЕАБР (обязательства по подписанным соглашениям) вырос приблизительно на 100 млн долл. до 2,8 млрд долл. Начисленный резерв под обесценение, который на конец 2010 г. составлял около 2% от всего портфеля был полностью восстановлен в течение года, что говорит о высоком качестве кредитов. Напомним, что ЕАБР не попадает под регулирование ЦБ РФ и не имеет обязательств по выполнению нормативов, однако в банке принята собственная процедура риск-менеджмента в соответствии со стандартами Базель II.

**У ЕАБР одобрено и утверждено 7 новых проектов на общую сумму 513 млн долл.**

В дополнение к текущему инвестиционному портфелю за ноябрь-декабрь ЕАБР одобрил и утвердил 1 новый проект на сумму 159 млн долл., в дополнение еще к 6 проектам на сумму 354 млн долл., кредитные соглашения по которым находятся в стадии согласования и подписания. Также в настоящий момент на рассмотрении ЕАБР находятся проекты на сумму около 1,2 млрд долл.

**ЧПМ ЕАБР в 2011 г. выросла до 3,4%**

Традиционно рентабельность ЕАБР как института развития не слишком высока, однако в 2011 г. существенно улучшилась. Чистая процентная маржа в 2011 г. достигла 3,4%, в то время как аналогичный показатель за 2010 г. составлял 1,9%.

**ЕАБР имеет существенный запас капитала для дальнейшего роста**

ЕАБР имеет существенный запас капитала для дальнейшего увеличения кредитного портфеля (достаточность капитала на конец 2011 г. - 53%). В настоящий момент значительная часть средств (на конец 2011 г. 1,5 млрд долл., или 51% активов) размещена в ценных бумагах, ссудах и средствах в банках.

**У ЕАБР выпущен евробонд с погашением в 2014 г. и 3 выпуска рублевых облигаций**

По состоянию на конец 2011 г. обязательства ЕАБР представлены в основном выпущенными долговыми ценными бумагами (1,0 млрд долл. на 31.12.2011 г.), из которых 49% - еврооблигации в долл., с погашением в 2014 г., а 30% - два выпуска рублевых облигаций серии 03 и 04. В начале февраля этого года банк успешно разместил еще один выпуск ЕАБР-01 на 5 млрд руб. с офертой через 2 года по ставке 8,5% год. В озвученных планах ЕАБР выпуск евробондов во 2П 2012 г. и регистрация программы рублевых облигаций на 30 млрд руб.

**В маркетинге находится еще один выпуск ЕАБР-02, который предлагает некоторую премию к вторичному рынку**

В настоящее время в маркетинге находится 3-летний выпуск ЕАБР-02 номиналом 5 млрд руб. с ориентиром YTP 9,3%-9,58% / DTP 2,65 года, который соответствует спреду к кривой ОФЗ на уровне 220-250 б.п. Недавно размещенный 2-летний выпуск ЕАБР-1 (YTP 8,45%) котируется со спредом 170-190 б.п. к ОФЗ, что предполагает некоторую премию в ориентирах по новому выпуску.

## 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
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 221 9801

**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.