

Пульс рынка

- Moody's понизило рейтинги 15 из 17 крупнейших глобальных банков (они находились на пересмотре с 15 февраля 2012 г.). Несмотря на то, что в настоящий момент действия рейтинговых агентств уже не являются шокирующими для рынков, в краткосрочной перспективе это оказывает дополнительное давление на и без того беспокойную ситуацию на финансовых рынках. Вчера в фокусе также были данные по индексу деловой активности ФРС Филадельфии, который оказался значительно ниже ожиданий и показал самое значительное снижение за год. В результате, индекс S&P снизился за день на 2,3%, а нефть марки Brent опустилась ниже 90 долл./барр., что означает падение более чем на 30% с пика в марте этого года. На европейских рынках позитивной новостью стали результаты стресс-теста по испанским банкам, которые показали, что им понадобится от 16 до 62 млрд евро для докапитализации. Это покрывается суммой в 100 млрд евро, которая была запрошена Испанией ранее у партнеров по еврозоне. На этом фоне доходность десятилетних испанских бондов снизилась до 6,6% год. с пика 7,2% год. тремя днями ранее. Любопытными выглядят значения CDS по крупнейшим итальянским и испанским банкам: так, 5-летние CDS на UniCredit, Intesa и Santander сейчас торгуются на уровне 530, 480 и 439 б.п., соответственно, что почти вдвое превышает CDS на Сбербанк - 270 б.п.
- Со слов министра экономического развития А. Белоусова, отток капитала в мае сократился до менее 6 млрд долл. против ~7 млрд долл. в апреле и в среднем 13 млрд долл. в месяц в 1 кв. 2012 г. Хотя оценки МЭР выглядят чуть более пессимистичными, чем аналогичные показатели ЦБ, в целом, они отражают наблюдаемую в последние месяцы тенденцию и не противоречат нашим прогнозам, когда в апреле и мае 2012 г. мы оценивали отток капитала примерно в 5 и 4 млрд долл., соответственно. То, что курс рубля, тем не менее, падал (в мае более 7% против бивалютной корзины), мы склонны связывать с постепенным снижением притока валюты по текущему счету, а также низкими интервенциями ЦБ. Переход ЦБ от покупок валюты к ее продажам (с 25 мая), которые продолжаются и по сей день, свидетельствует об ухудшении состояния платежного баланса. Однако, учитывая, что объемы интервенций остаются небольшими (1,3 млрд долл. с начала месяца), мы предполагаем, что отток капитала в июне не сильно превысит профицит текущего счета и может составить, предположительно, около 5 млрд долл.
- На первичный рынок евробондов выстроилась очередь эмитентов. Вслед за размещением бондов РСХБ (-/Baa1/BBB), об успешности которого свидетельствует как 5-кратное превышение спроса над предложением, так и рост цены на вторичном рынке выше номинала, Сбербанк (-/Baa1/BBB) и ГПБ (BB+/Baa3/-) вышли на первичный рынок. ГПБ разместил годовые ЕСР номиналом 400 млн долл. с YTM 3,75%, что предполагает премию к близким по дюрации бондам GPB 13 в размере 50 б.п. Покупка ЕСР вместе с продажей валютных форвардных контрактов на руб./долл. принесет в рублевой доходности ~10% год. Сбербанк разместил 7-летние евробонды номиналом 1 млрд долл. со ставкой купона 5,18% годовых, что ниже начального ориентира 5,25-5,3% и по номиналу предполагает премию ~20 б.п. к более длинным бондам SBER 22 (YTM 5,42%) в терминах G-спредов. Тот факт, что евробонды российских госбанков собрали высокий спрос, несмотря на падение цен на нефть, свидетельствует о невысоких ожиданиях существенной просадки нефтяных котировок.

Темы выпуска

- Транснефть: потребности в долге нет
 - АЛРОСА: продажа газовых активов выходит на первый план
-

Транснефть: потребности в долге нет

Сильное начало года по всем показателям

Транснефть (BBB/Vaa1/-) опубликовала финансовые результаты за 1 кв. 2012 г. по МСФО, которые мы оцениваем позитивно. Согласно данным компании, рентабельность по EBITDA (без учета операций по реализации нефти в Китай) увеличилась с 50% в 4 кв. 2011 г. до 59,8%. Операционного денежного потока оказалось достаточно для финансирования инвестиционной деятельности: свободный денежный поток за исключением операций с векселями составил 23,5 млрд руб. (+24% кв./кв.). В 1 кв. движения денежных средств по кредитам и займам не наблюдалось, сокращение долга на балансе на 6% до 567 млрд руб. произошло по причине укрепления рубля (>70% долга номинировано в долларах). Долговая нагрузка в терминах отношения Чистый долг/LTM EBITDA снизилась за квартал с 1,6х до 1,4х.

Ключевые финансовые показатели Транснефти

В млн руб., если не указано иное	1 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.	1 кв. 2012	1 кв. 2011	изм.	
Выручка	181 350	225 111	-19%	181 350	160 110	+13%	
ЕБИТДА	84 366	69 304	+22%	84 366	70 572	+19%	
Рентабельность по EBITDA	46,5%	30,8%	+15,7 п.п.	46,5%	44,1%	+2,4 п.п.	
Операционная прибыль	63 755	48 464	+32%	63 755	50 769	+26%	
Операционная рентабельность	35,2%	21,5%	+13,7 п.п.	35,2%	31,7%	+3,5 п.п.	
Чистая прибыль	59 842	35 753	+67%	59 842	85 458	-30%	
Операционный поток	58 032	62 376	-7%	58 032	41 204	+41%	
Инвестиционный поток, в т.ч.	-60 884	-56 076	+9%	-60 884	-69 346	-12%	
Капвложения	-33 772	-43 393	-22%	-33 772	-49 214	-31%	
Финансовый поток	-11	17	-	-11	-48	-4,4х	
в млн руб., если не указано иное	31 марта 2012			31 дек. 2011			
Совокупный долг, в т.ч.	567 151			605 311			-6%
Краткосрочный долг	52 351			53 372			-2%
Долгосрочный долг	514 800			551 939			-7%
Чистый долг	431 992			459 765			-6%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	1,4х			1,6х			-

*ЕБИТДА за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка снизилась из-за продаж нефти в Китай...

Снижение выручки в 1 кв. на 19% кв./кв. было обусловлено более чем двукратным падением выручки от реализации нефти (которая включает поставки сырой нефти, приобретенной у Роснефти, в КНР), в то время как выручка от предоставления услуг по транспортировке нефти не претерпела заметных изменений.

... которыми можно пренебречь

Мы считаем, что деятельность по реализации сырой нефти не стоит рассматривать как операционную, так как компания не намерена получать/генерировать прибыль за счет перепродажи нефти. Поставки в КНР являются лишь гарантийным обеспечением по кредиту, полученному от китайских партнеров. По этому виду деятельности в 1 кв. 2012 г. Транснефть получила незначительный убыток в размере -0,8 млрд руб.

Снижение затрат на персонал повысило эффективность

Улучшение операционной эффективности (рост рентабельности по EBITDA) было обусловлено, главным образом, сокращением расходов на оплату труда и пенсионные начисления (-35% кв./кв.) в сравнении с высокой базой конца года (когда были сформированы резервы на оплату неиспользуемых отпусков).

Снижение CAPEX обусловило рост свободного денежного потока

Операционный денежный поток сократился на 6% кв./кв. до 58 млрд руб. в связи с инвестициями в оборотный капитал (в том числе запасы), при этом показатель EBITDA вырос на 22% кв./кв. до 84 млрд руб. Основное позитивное влияние на свободный денежный поток оказало сокращение капитальных инвестиций на 22% кв./кв. до 33,7 млрд руб., что мы связываем с завершением строительства нефтепровода БТС-2, который был запущен в коммерческую эксплуатацию в марте 2012 г. Образовавшийся избыток ликвидности был направлен на покупку векселей в объеме 30,6 млрд руб., при этом денежные средства на балансе сократились на 10 млрд руб. до 135 млрд руб. Ликвидные активы (денежные средства

в сумме с краткосрочными финансовыми активами) на конец 1 кв. составляли 332 млрд руб., покрывая 59% всего долга.

По итогам 2012 г. мы ожидаем дальнейшего сокращения долговой нагрузки

Низкая подверженность операционной деятельности компании цикличности (а также наличие потенциала для роста тарифов, которые заметно отстают от РЖД) будет способствовать снижению долговой нагрузки в 2012 г., принимая во внимание, что общий объем капитальных затрат на 2012 г. на 29% ниже, чем в прошлом году, и составляет 107,6 млрд руб.).

Компания не планирует выход на публичный рынок капитала

Ориентируясь на поток от операционной деятельности в 2011 г. (~172 млрд руб.), мы оцениваем потенциал сокращения долга в течение 12 месяцев после отчетной даты в 60-70 млрд руб., что больше объема краткосрочного долга (52 млрд руб.). В 2013 г. компании необходимо погасить долг на сумму лишь 20 млрд руб. Таким образом, Транснефть не имеет потребности для привлечения нового долга: по информации менеджмента, компания не планирует выходить на публичный рынок в ближайшие несколько лет.

Торговых идей в бумагах эмитента нет

На текущих ценовых уровнях мы нейтрально смотрим на бонды Транснефти, которые можно рассматривать как защитные инструменты, учитывая отсутствие потребности в новом долге в отличие от других квазисуверенных эмитентов (в частности, Газпром недавно объявил о намерении выпустить в июле евробонды в объеме 2 млрд долл.). Рублевые облигации Транснефти имеют низкую торговую ликвидность.

АЛРОСА: продажа газовых активов выходит на первый план

Нейтральные результаты

АЛРОСА (BB-/Ba3/BB-), крупнейший в мире производитель алмазов, опубликовала финансовые результаты по МСФО за 1 кв. 2012 г., которые мы оцениваем нейтрально. Заметное улучшение финансовых показателей относительно "провального" 4 кв. связано с восстановлением спроса на продукцию компании. В сравнении же с более схожим по рыночным условиям 1 кв. 2011 г. мы отмечаем, что в части рентабельности по EBITDA АЛРОСА не смогла достичь уровня начала прошлого года (-3,9 п.п.), что в большей мере было обусловлено запланированным повышением заработных плат и прочих вознаграждений, на которые приходится до 41% всех производственных затрат компании. Кроме того, в результате обратного выкупа газовых активов у ВТБ в марте 2012 г. произошел существенный рост краткосрочного долга компании, что транслируется в повышение рисков рефинансирования в случае незавершения сделки по перепродаже активов до конца этого года.

Ключевые финансовые показатели АЛРОСА

в млн руб., если не указано иное	1 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.	1 кв. 2012	1 кв. 2011	изм.
Выручка	37 200	30 417	+22%	37 200	29 600	+26%
Валовая прибыль	19 833	11 589	+71%	19 833	16 026	+24%
Валовая рентабельность	53,3%	38,1%	+15,2 п.п.	53,3%	54,1%	-0,8 п.п.
ЕБИТДА	16 191	6 827	+2,4x	16 191	14 035	+15%
Рентабельность по EBITDA	43,5%	22,4%	+21,1 п.п.	43,5%	47,4%	-3,9 п.п.
Чистая прибыль	12 688	-8 870	-	12 688	11 710	+8%
Операционный денежный поток	7 850	9 160	-14%	7 850	13 165	-40%
Инвестиционный денежный поток, в т.ч.	-38 947	-4 581	+8,5x	-38 947	-5 382	+7,2x
Капвложения	-6 979	-7 431	-6%	-6 979	-5 506	+27%
Финансовый поток	35 444	-15 300	-	35 444	-2 763	-
в млн руб., если не указано иное	31 марта 2012			31 дек. 2011		изм.
Краткосрочный долг	55 564			20 024		+2,8x
Долгосрочный долг	71 377			75 529		-5%
Совокупный долг	126 941			95 553		+33%
Чистый долг	110 907			83 539		+33%
Чистый долг/LTM EBITDA*	1,65x			1,28x		-

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Восстановление спроса на алмазы привело к росту объемов и цен реализации

В 1 кв. 2012 г. объемы добычи алмазов остались практически на том же уровне, что и кварталом ранее (-3%, 8,1 млн карат), но снизились г./г. на 19%. В связи с восстановлением спроса после заметного падения в 4 кв. компания реализовала 9,5 млн карат (частично из накопленных запасов), что почти вдвое больше, чем в 4 кв. и на 4% превышает объемы реализации 1 кв. 2011 г. Ценовая конъюнктура была также благоприятна: ювелирные алмазы (64% физических объемов продаж и 98% в выручке) подорожали на 5% кв./кв. и на 24% г./г., технические алмазы - на 66% кв./кв. и в 2 раза г./г.

Прогноз компании - стабилизация цен и объемов

В 2012 г. компания не планирует наращивать объемы добычи по сравнению с 2011 г. (34,6 млн карат). В целом менеджмент прогнозирует, что объемы продаж во 2 кв. останутся на уровне 1 кв. 2012 г., также как и средняя цена реализации, которая, по ожиданиям компании, останется стабильной на протяжении всего 2012 г.

Рост расходов на персонал оказал давление на прибыльность

На фоне повышения цен и объемов реализации выручка в 1 кв. возросла на 22% кв./кв. и на 26% г./г. до 37,2 млрд руб. Тем не менее, опережающий рост г./г. заработных плат и прочих выплат сотрудникам (+2,0х, вследствие запланированного повышения в 4 кв. 2011 г.), а также прочих операционных расходов, в частности почти двукратного повышения затрат на геологоразведку, оказали давление на EBITDA, в результате чего рентабельность по этому показателю составила 43,5% против 47,4% годом ранее.

Финансирование оборотного капитала привело к снижению операционного потока...

Сокращение операционного денежного потока даже относительно слабого показателя предыдущего квартала (-14%) связано, среди прочего, с увеличением дебиторской задолженности в результате закупок материалов в преддверии летней навигации, а также временным предоставлением покупателям в РФ отсрочки по уплате НДС (во 2П ожидается отмена такой отсрочки).

но его было достаточно для капвложений

Хотя операционный денежный поток ощутимо снизился (-40% г./г.), его в целом было достаточно для осуществления капвложений. Для финансирования обратного выкупа 90%-участия в газовых активах у ВТБ в 1 кв. 2012 г. были выпущены 9-12-месячные еврокоммерческие бумаги ECP на 1,04 млрд долл. (30,3 млрд руб.). Оставшиеся 10% были приобретены у миноритариев за счет собственных средств (на 2,9 млрд руб.).

Рост краткосрочного долга из-за выкупа доли в газовых активах у ВТБ, риски рефинансирования высоки

В результате на конец 1 кв. 2012 г. общий долг компании составил 126,9 млрд руб. (+33%), в частности, краткосрочный долг из-за выпуска ECP вырос почти втрое до 55,6 млрд руб. В связи с существенно возросшим объемом краткосрочного долга мы отмечаем повышение рисков рефинансирования (в случае если компания не сможет перепродать газовые активы до конца этого года) при текущей волатильности на рынках капитала.

В ходе телеконференции менеджмент как и ранее подтвердил, что до конца 2012 г. планируется сократить общий долг до 2,7 млрд долл. (~81 млрд руб.), что, на наш взгляд, выполнимо только в случае продажи контрольного пакета в газовых активах в этом году. Менеджментом было озвучено, что переговоры с Зарубежнефтью, как с потенциальным покупателем этих активов, продолжаются, также рассматриваются другие претенденты на данные активы (в частности, Лукойл). В случае несовершения сделки, компания планирует до конца 2012 г. подключение к системе Газпрома с целью начала реализации газа. Прибыльность активов (рентабельность по EBITDA) оценивается менеджментом на уровне 70% при объеме капвложений 400 млн долл. в ближайшие 4 года.

Капвложения в 2012 г. могут быть профинансированы из собственных средств

План капитальных вложений на 2012 г. был подтвержден на уровне 2011 г. (~21 млрд руб.), что, на наш взгляд, даже при неблагоприятном развитии событий, может быть профинансировано из операционных денежных потоков компании. Разработка железорудного месторождения Тимир (совместно с Евразом) сейчас находится в стадии составления документации. Инвестиции в проект в 2012 г. составят не более 1 млрд руб. В целом в связи с начальной стадией реализации проекта в ближайшие 3 года капвложения в него будут относительно невысокими.

Несмотря на существенный рост долга, кредитное качество компании остается весьма высоким: соотношение Чистый долг/ЕБИТДА LTM по итогам 1 кв. составило 1,65х. Мы обращаем внимание, что в части погашения краткосрочного долга АПРОСА достаточно сильно зависит от внешних, не зависящих от компании факторов. Тем не менее, мы полагаем, что, в крайнем случае, компании вполне доступно финансирование от госбанков.

**Торговых идей в
бумагах нет**

На наш взгляд, обращающиеся рублевые выпуски выглядят неинтересно в силу их низкой ликвидности. В длинных евробондах компании мы также не видим торговых идей на текущих ценовых уровнях.

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Лукойл
Башнефть	Новатэк
БКЕ	Татнефть
Газпром	Транснефть
Газпром нефть	ТНК-ВР

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	ЧТПЗ
Норильский	Uranium One
Никель	

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
АИЖК	Банк Центр-инвест	КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
Альфа банк	ВТБ	ЛОКО-Банк	Сбербанк
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ВЭБ	МКБ	ТКС Банк
Банк Москвы	ЕАБР	НОМОС Банк	ХКФ Банк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	ОТП Банк	

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика апреля: в чем подвох?

Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

Инфляция

Инфляция: на низком старте

Валютный рынок

Мы пересматриваем прогнозы по платежному балансу и курсу рубля на 2012 г.

Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Промышленность

Промышленное производство: обманчивый рост

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Рублевая ликвидность: пора распечатывать казну

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ в марте

Бюджет

Бюджет РФ: улучшения ситуации с ликвидностью пока не ждем

Долговая политика

Пополнение Резервного фонда в долг

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
Павел Папин		(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская		(+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

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
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
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.