

Пульс рынка

- ▶ **Лидеры еврозоны решили отложить решение проблемы еще на месяц.** На неформальном саммите лидеры еврозоны в очередной раз отказались перейти к активным действиям, даже несмотря на снижение доверия инвесторов/вкладчиков к европейским банкам. Была озвучена необходимость гарантирования депозитов всех банков еврозоны и выпуска общих бондов еврозоны в долгосрочной перспективе, однако для этого требуется более тесная бюджетная координация. При этом конкретные предложения будут обсуждаться лишь на следующем саммите в июне. По-видимому, в условиях существующих разногласий по поводу антикризисных мер лидеры еврозоны решили занять выжидательную позицию до итогов парламентских выборов в Греции. Пока европейский кризис развивается по негативному сценарию: отсутствие согласованных и своевременных действий повышает вероятность эффекта домино в случае выхода Греции из еврозоны.
- ▶ **Очередная волна распродаж накрыла рискованные активы.** Бегство спекулятивного капитала усилилось: евро подешевел с 1,268 долл. до 1,257 долл., при этом, с технической точки зрения, следующий уровень поддержки находится в районе 1,20 долл. Мы рекомендуем открывать спекулятивные короткие позиции в евро против долл. Медвежьи настроения усилились: большинство индексов акций подешевело на 2-2,5%, доходности базовых активов UST и BUNDS вернулись на свои локальные минимумы.
- ▶ **Российский рынок под давлением дешевеющей нефти.** В ответ на обострение европейского кризиса котировки Brent просели еще на 1 долл. до 106 долл./барр., при этом выпуск Russia 42 подешевел на 1,5 п.п. до 101,5% от номинала. Довольно сильное ослабление рубля (вчера рост стоимости бивалютной корзины превысил 30 копеек до 35,37 руб., а доллар подорожал на 70 копеек до 31,7 руб.) оказало давление на длинные ОФЗ: снижение котировок составило 50-70 б.п.
- ▶ **Ситуация с ликвидностью стабилизировалась лишь ненадолго.** После уплаты НДС в понедельник, запас средств на счетах в ЦБ восстановился до 727 млрд руб., что позволило ставкам денежного рынка о/п опуститься в среднем на 20-30 б.п. до 5,8%. Однако уже сегодня-завтра предстоит уплата НДС и акцизов (~260 млрд руб.), а до 28 мая - налога на прибыль (~150 млрд руб.), что может сопровождаться повышенным спросом на короткое РЕПО и возобновлением роста коротких ставок на фоне чистого оттока средств из системы. Смягчить ситуацию сейчас позволит лишь расширение лимитов со стороны ЦБ (сегодня 150 млрд руб. о/п), так как для удовлетворения растущего спроса на деньги ЦБ вчера заявленных 100 млрд руб. не хватило, что привело к повышению аукционной ставки до 5,5-5,7%.
- ▶ **Не все субординированные займы попадают в капитал.** По сообщению Ведомостей, ЦБ РФ не включил размещенный в апреле этого года выпуск субординированных евробондов NOMOS 19 номиналом 500 млн долл. (с купоном 10% годовых) в состав собственного капитала банка, который учитывается при расчете показателя Н1 (11,09% на 1 мая). Потребность в капитале НОМОС банка обусловлена быстрым ростом кредитования, а также возможным выкупом оставшегося пакета ХМБ. В качестве причины указывается нерыночный уровень ставки: по определению регулятора по валютным заимствованиям она не может превышать 80% от ставки рефинансирования ЦБ (8% годовых) в случае отсутствия на публичном долговом рынке близких аналогов (бумаги должны быть размещены в том же квартале). По той же причине в состав капитала Газпромбанка не был включен размещенный в апреле выпуск GPB19 (с купоном 7,25% годовых). По нашим наблюдениям, доходности бондов NOMOS 19 и GPB 19 при их первичном размещении соответствовали рыночным уровням. Мы надеемся на то, что регулятор устранил подобные недостатки своей методологии подсчета показателя Н1, однако на это может потребоваться время.

Темы выпуска

- ▶ **Черкизово: цены на зерно поддержали маржу**

Черкизово: цены на зерно поддержали маржу

Результаты оцениваем позитивно Группа Черкизово (Moody's: B2) опубликовала финансовые результаты за 1 кв. 2012 г. по US GAAP, которые мы оцениваем позитивно. Несмотря на снижение выручки на 9% кв./кв., компании удалось улучшить показатель валовой рентабельности на 1 п.п. до 26,2%. Долговая нагрузка (Чистый долг/LTM EBITDA) в 1 кв. 2012 г. продолжила снижаться с 2,93х до 2,86х (по итогам 1П 2011 г. она достигала 3,9х).

Ключевые финансовые показатели Черкизово

В млн долл., если не указано иное	1 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.	1 кв. 2012	1 кв. 2011	изм.
Выручка	358	394	-9%	358	308	+16%
Валовая прибыль	94	99	-5%	94	64	+47%
Валовая рентабельность	26,2%	25,2%	+1 п.п.	26,2%	20,8%	+5,4 п.п.
ЕБИТДА	61	67	-9%	61	35	+74%
Рентабельность по ЕБИТДА	17,0%	17,0%	0 п.п.	17,0%	11,3%	+5,7 п.п.
Чистая прибыль	40	42	-5%	40	18	+2,2х
Чистая рентабельность	11,3%	10,8%	+0,5 п.п.	11,3%	5,8%	+5,5 п.п.
Операционный поток	57	56	+2%	57	32	+78%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-41	-61	-33%	-41	-51	-20%
Капвложения	-41	-63	-35%	-41	-42	-2%
Свободный денежный поток	16	-5	-	16	-19	-

В млн долл., если не указано иное	31 мар. 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	806	747	+8%
Краткосрочный долг	239	214	+12%
Долгосрочный долг	567	533	+6%
Чистый долг	774	718	+8%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	2,86х	2,93х	-

* ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Снижение выручки обусловили меньшие объемы продаж свинины и продукции мясопереработки

В 1 кв. 2012 г. выручка снизилась из-за сезонного сокращения объемов продаж свинины и продукции мясопереработки в абсолютном выражении на 12% и 21%, соответственно, на фоне сохранения цены реализации в сегменте свиноводства на том же уровне, что и в 4 кв., и ее повышения на 4% кв./кв. в сегменте мясопереработки.

В то же время, поддержку выручке оказали продажи мяса птицы (доля в выручке - 50%), объемы которых возросли на 2% кв./кв. при относительном сохранении цен. Увеличение объемов продаж мяса птицы стало возможным, в том числе благодаря запуску новых птицеводческих площадок в Брянском блоке.

Улучшение валовой рентабельности за счет снижения цен на зерно...

Тем не менее, даже при снижении выручки компания продемонстрировала улучшение валовой рентабельности на 1 п.п. до 26,2%, что было обеспечено результатами птицеводческого сегмента, в котором этот показатель вырос за 1 кв. с 23% до 25,2%. Рентабельность в других сегментах не изменилась. Основным фактором снижения себестоимости мяса птицы стало падение цен на зерно в связи с рекордными объемами урожая в 2011 г.

... что было нивелировано разовым повышением SG&A

Однако это преимущество было нивелировано повышением коммерческих, административных и общехозяйственных расходов (SG&A), обусловленного, среди прочего, предоставлением бонусов розничным сетям, что традиционно для 1 кв. в связи с перезаключением договоров. Менеджмент компании не ожидает существенного повышения SG&A до конца года.

Компания представила в целом благоприятный прогноз на 2012 г.	<p>По прогнозам компании, цены на мясо птицы, а также свинину будут, скорее всего, стабильны во 2 кв. при вероятном в дальнейшем снижении цен на зерно. Также компания ожидает, что 2 кв. для сегмента мясопереработки будет лучше, чем 1 кв., принимая во внимание фактор сезонности. Соответственно, менеджмент ожидает повышения показателей рентабельности в 2012 г. относительно текущих уровней.</p> <p>Напомним, что согласно ранее представленным прогнозам, в 2012 г. компания ожидает роста продаж мяса птицы на 19% г./г. до 310 тыс. т (в т.ч. доля приобретенного Моссельпрома в продажах - 18%) и свинины на 32% г./г. до 120 тыс. т, преимущественно, за счет существующих ферм, а также приобретенных и строящихся объектов, с более заметным увеличением вклада строящихся мощностей с 2013 г.</p>
Операционного потока хватило на капвложения	<p>Операционный денежный поток в 1 кв. остался на уровне предыдущего квартала, составив 57 млн долл. при инвестициях на уровне 41 млн долл. Из них 19,2 млн долл. было направлено в сегмент птицеводства (проекты по увеличению мощностей в Брянском и Пензенском блоках), в сегмент свиноводства - 15,6 млн долл. и в мясопереработку - 2,7 млн долл.</p>
Капвложения останутся на высоком уровне	<p>Напомним, что реализация незавершенных проектов (в частности, строительство агропромышленного комплекса "Елецпром" в Липецкой области, а также модернизация птицефабрик в Пензе и Брянске) не будет способствовать сокращению капвложений в этом году (по нашим оценкам, ~230 млн долл.). Кроме того, после отчетной даты, в мае этого года, компания объявила о создании СП в новом для себя (более маргинальном, чем мясо птицы) направлении - производство мяса индейки, с крупным испанским производителем Grupo Fuertes, который предоставит часть финансирования, а также технологии. Мы позитивно оцениваем стратегию компании по смещению в более маргинальные сегменты.</p>
По-прежнему неясна ситуация с пошлинами на свинину в связи со вступлением в ВТО	<p>Тем не менее, по-прежнему неопределенной остается ситуация с пошлинами в связи со вступлением России в ВТО, что может оказать существенно негативный эффект на сегмент свиноводства, поскольку предполагается снижение пошлин на импорт свинины в живке (ранее компания озвучивала, что пошлины могут быть снижены до 5% против текущих 40%), что, как следствие, приведет к понижению цен на внутреннем рынке. В связи с этим компания ожидает принятия правительством РФ защитных мер для отечественных производителей. Пока никаких изменений в данном вопросе не произошло. Компания заявила, что решения относительно новых инвестиций в свинокомплексы будут приниматься после прояснения ситуации.</p>
Господдержка усиливает кредитный профиль	<p>Кредитный профиль компании заметно усиливается господдержкой в виде субсидирования процентных ставок по банковским кредитам, в частности, в 1 кв. 2012 г. они составили 15,7 млн долл. (доля субсидированных кредитов достигает 93% в портфеле). Стоимость долга в 1 кв. 2012 г. составила 1,7%. Показатель LTM EBITDA полностью покрывает размер краткосрочного долга, что наряду с поддержкой государства снижает краткосрочные риски рефинансирования. Совокупный долг увеличился за квартал на 8%, а отношение Чистый долг/EBITDA продолжило снижаться, составив по итогам 1 кв. 2,86х (2,93х на начало 2012 г., 3,9х на середину 2011 г.).</p>
Долговая нагрузка пока снижается	
Бумаги эмитента не интересны для покупки	<p>Обращающийся выпуск рублевых облигаций Черкизово БО-3 (YTM 9,35% @ ноябрь 2013 г.) имеет низкую торговую ликвидность и выглядит достаточно дорого в сегменте облигаций категории "B2/B". На наш взгляд, лучшей альтернативой бумагам эмитента являются выпуски НПК БО-1 и БО-2 (с рейтингами B1 от Moody's.), котирующиеся на уровне YTM 10,7-10,9% @ март 2015 г.</p>

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

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа банк	ВТБ
Азиатско-	ВЭБ
Тихоокеанский Банк	
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

Прочие

АФК Система

КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
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

[Промпроизводство продолжает сбавлять обороты](#)

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

[Ликвидность из бюджета](#)

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
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
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.