

Пульс рынка

- **Повода для продолжения коррекции не нашлось.** Согласно опросу ФРС большинство первичных дилеров ожидает, что выкуп гособлигаций США продолжится, по крайней мере, до конца этого года. Несмотря на это, рынок UST уже начал учитывать в ценах предстоящее сворачивание QE (доходности 10-летних UST остаются выше YTM 2,0%). Данные по США были восприняты нейтрально. Продажи товаров длительного пользования (+3,3% м./м.) за апрель оказались заметно лучше консенсус-прогноза (+1,1% м./м.), что было обусловлено главным образом провалом в марте (-5,7%). Бонды Russia 42 подешевели еще на 0,5 п.п. ниже 114% от номинала. Сегодня американский рынок закрыт на День Поминования.
- **Первичный рынок для длинных бумаг закрылся?** Ухудшение внешнего фона внесло существенные коррективы в конъюнктуру первичного рынка. МТС (BB/Va2/BB+) отменил размещение рублевых евробондов, ориентир по которым был установлен на уровне 8,25% годовых к погашению через 5 лет, несмотря на наличие некоторой премии к рынку (рублевый выпуск VIP 18 котировался на уровне YTM 8,23%). Также отменой размещения завершился маркетинг выпуска 10-летних субординированных евробондов БРС (B+/Va3/V+), по которому был объявлен довольно агрессивный, по нашему мнению, ориентир. Стоит отметить, что отсутствие желаемого спроса на эти бумаги связано в основном с ухудшением настроений нерезидентов, являющихся целевой аудиторией (при размещении евробондов). В то же время, на внутреннем рынке конъюнктура была заметно лучше: инвесторы по-прежнему сохраняют высокий интерес к коротким высокодоходным облигациям качественных эмитентов. Спрос на 1,5-летние БО Абсолют Банка (-/Va3/BB+) и ТКС Банка (-/B2/V+) заметно превысил предложение, что позволило установить купоны по нижним границам ориентиров (9,25% и 10,25% годовых, соответственно). Мы считаем, что новые ТКС БО-12 сохраняют потенциал для ценового роста на вторичном рынке.
- **ЦБ РФ будет давать рефинансирование под облигации нерезидентов.** Со 2 июня перечень бумаг, которые могут быть включены в Ломбардный список, пополнится облигациями нерезидентов, а также российскими депозитарными расписками (РДР) на акции нерезидентов. При этом допускается включение в список долговых ценных бумаг, выпущенных даже за пределами РФ, если они включены в котировальный лист, по крайней мере, одной из бирж (в настоящий момент берлинская, франкфуртская, ирландская, лондонская, люксембургская, швейцарская). Данное нововведение может привести в среднесрочной перспективе к повышению активности эмитентов-нерезидентов на локальном рынке облигаций, который пока с учетом текущих ставок по валютным свопам предлагает более дешевое фондирование в долларах, чем на рынке долларовых евробондов. В результате в рамках нивелирования этого процентного арбитража произойдет снижение ставок вдоль всей кривой валютных свопов (=укрепление рубля на форвардных контрактах относительно спот-курса).
- **Планируемый рост "съест" допэмиссию акций Банка Санкт-Петербург (Moody's: Ba3).** По данным СМИ, банк запланировал допэмиссию акций в объеме не менее 150 млн долл. на сентябрь этого года. С начала года показатель Н1 увеличился на 14 б.п. до 12,14% на 1 мая 2013 г., при этом есть определенный запас основного капитала (Т1): его достаточность, по нашим оценкам, составила 8,15%. Однако это нивелируется тем обстоятельством, что в корпоративном сегменте резервы банка покрывают показатель NPL 180+ лишь на 75%. Для полного покрытия нужно досоздать резервы еще на 2,6 млрд руб. (что привело бы к снижению достаточности капитала на 78 б.п.). В предположении роста кредитного портфеля на уровне ROAE (3,2% по итогам 2012 г.) эта допэмиссия позволит повысить Н1 на 1,2 п.п. Тем не менее, менеджмент планирует довольно агрессивный прирост кредитования в 2013 г. на 10%, что "съест" вливание в капитал, если не произойдет улучшения прибыльности. На рынке евробондов sub STPETE 18 (YTM 9,6%) мы считаем одним из наиболее интересных среди субордов старого образца (премия к sub PSB 19 превышает 100 б.п.).

Темы выпуска

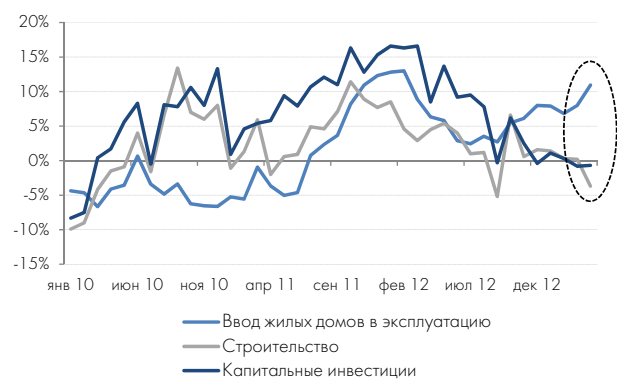
- "Пробуксовка" экономики в апреле
- Черкизово: улучшение отложено на 2П 2013 г.

"Пробуксовка" экономики в апреле

Апрельские макроданные указывают на продолжение стагнации

Новые данные в целом оставляют негативное впечатление. Если результаты 1 кв. в силу своей волатильности и подверженности влиянию статистических эффектов позволяли усомниться в устойчивости сложившейся негативной динамики ключевых макроиндикаторов, то к апрелю эффект высокой базы уже практически исчерпал себя. Это означает, что сильное сокращение темпов роста, а в отдельных случаях и падение по основным макроэкономическим показателям в апреле теперь уже полностью отражает реальное положение экономики.

Динамика оборота розничной торговли, Динамика инвестиций, строительства, ввода реальных зарплат, % г./г.



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

В центре внимания - продолжающееся падение инвестиций...

Наиболее тревожным сигналом является продолжившееся снижение инвестиций в основной капитал. По итогам апреля они упали на 0,7% г./г. после падения на 0,8% в марте и в целом роста на символические 0,1% г./г. в 1 кв. Учитывая, что внушительная доля инвестиционных проектов приходится на капитальное строительство, мы полагаем, что на сокращение инвестиций в апреле, в первую очередь, могло повлиять резкое снижение строительной активности. По последним данным, строительство в апреле упало на 3,7% г./г. после вялого роста на 0,6% в 1 кв. Фактором падения темпов строительства служит именно нежилой сегмент, на что косвенно указывает восходящая динамика ввода жилых домов в эксплуатацию и в целом достаточно сильные показатели жилищного строительства.

Отметим, что ведущую роль в формировании спроса в этой отрасли в последнее время играли крупные инфраструктурные проекты. Немаловажное значение в поддержании роста инвестиций приобрело масштабное финансирование строек, связанных с саммитом АТЭС и олимпиадой Сочи-2014. Но проект АТЭС уже завершен, а прирост расходов на Сочи-2014 сопоставим в этом году с прошлогодними показателями. Таким образом, дальнейшее сокращение госинвестиций, доля которых возросла из-за беспрецедентно высоких расходов на подготовку этих инфраструктурных проектов, может привести к значительному снижению инвестиционной активности. Ухудшение ситуации с инвестициями подтверждается и недавними данными по промпроизводству. Как и прежде, производство инвестиционных продуктов по отдельным категориям в лучшем случае стабилизировалось, в худшем – наблюдается спад. То же касается и инвестиционного импорта.

...и резкое замедление роста реальных зарплат, а с ними - и потребления

Одним из главных неприятных сюрпризов оказались и слабые показатели в розничном секторе. Прирост оборота розничной торговли в апреле 2013 г. составил лишь 4,1% г./г. против 4,4% в марте. В целом за январь-апрель розничные продажи выросли только на 3,9%, что в 1,6 раза медленнее, чем в 2012 г. Причем наибольшие опасения у нас вызывает то, что темпы роста реальных зарплат в последние месяцы сравнялись с темпами роста потребления, а раньше они демонстрировали сильно опережающую динамику. Учитывая, что сокращаются и номинальные темпы роста зарплат, такое развитие событий нельзя объяснить только ускорением инфляции. Это уже может указывать на достаточно ограниченный потенциал роста реальных зарплат, а при ожидаемом замедлении кредитной активности (снижение темпов потребительского кредитования уже началось) именно стабильный рост доходов мог бы являться залогом неплохих показателей потребления. Кроме того, возможности по сокращению накопленных

сбережений, которые существенно поддержали потребление в 2011-2012 гг., уже сошли на нет.

**Мы снижаем наш
годовой прогноз по
росту ВВП в 2013 г.
до 2%**

**Вероятность снижения
ставок ЦБ в июне
возросла**

В целом, данные оказались хуже наших ожиданий, и мы расцениваем все более выраженное ухудшение основных макропоказателей как сигнал к продолжению замедления роста реального сектора экономики. Пожалуй, самым важным выводом из новых данных является не ожидавшееся ранее падение инвестиций, а формирующиеся риски для потребления. На этом фоне мы приняли решение о снижении нашего годового прогноза по росту ВВП в 2013 г. с и без того достаточно небольших темпов роста в 3% до 2%. Несмотря на некоторое ускорение инфляции (до 7,2% в апреле), которая, по нашим оценкам, начнет снижаться в ближайшие месяцы, все факторы указывают на высокую вероятность снижения ставок со стороны ЦБ на предстоящем заседании в начале июня.

Черкизово: улучшение отложено на 2П 2013 г.

**Слабые финансовые
результаты из-за
неблагоприятной
рыночной
конъюнктуры**

Группа Черкизово (Moody's: B2) опубликовала слабые финансовые результаты за 1 кв. 2013 г. по US GAAP. Выручка в 1 кв. относительно предыдущего квартала сезонно снижалась во всех основных сегментах в результате падения цен на продукцию, а также меньших объемов продаж (кроме объемов реализации свинины). При этом существенный рост себестоимости в результате резкого скачка цен на зерновые из-за засухи летом-осенью 2012 г. (цены закупки зерна отражаются в себестоимости с лагом в 4-5 мес. в связи с использованием предварительно сформированных запасов) привел к провалу рентабельности по EBITDA с 17,3% в 4 кв. 2012 г. до 7,4% в 1 кв. 2013 г. Текущее снижение цен на корма (-30% к пиковым февральским значениям) на ожиданиях хорошего урожая в этом году, с учетом лага, поддержит показатели Черкизово только, начиная со 2П 2013 г.

В результате сокращения показателя EBITDA долговая нагрузка на конец 1 кв. 2013 г. повысилась до 3,0х с 2,7х Чистый долг/EBITDA на конец 2012 г. Краткосрочная часть долга по-прежнему составляет ~41%, или 363 млн долл. При этом низкий запас ликвидности (37,4 млн долл.) на фоне существенного объема инвестпрограммы (~387 млн долл.) повышает краткосрочные риски рефинансирования. Вместе с тем, с учетом субсидирования текущая эффективная стоимость долга составляет 2,6% год.

Ключевые финансовые показатели Черкизово

в млн долл., если не указано иное	1 кв. 2013	4 кв. 2012	изм.	1 кв. 2012	изм.
Выручка	385,0	436,3	-12%	357,3	+8%
Валовая прибыль	63,3	118,6	-47%	96,0	-34%
Валовая рентабельность	16,4%	27,2%	-10,8 п.п.	26,9%	-10,5 п.п.
EBITDA	28,4	75,4	-62%	62,5	-55%
Рентабельность по EBITDA	7,4%	17,3%	-9,9 п.п.	17,5%	-10,1 п.п.
Чистая прибыль	-0,6	66,5	-	39,8	-
Операционный поток	30,7	27,7	+11%	63,6	-52%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-37,8	-36,1	+5%	-45,7	-17%
Капвложения	-37,8	-33,5	+13%	-43,7	-13%
Финансовый поток	4,2	7,7	-45%	-16,5	-
в млн долл., если не указано иное	31 марта 2013	31 дек. 2012	изм.		
Совокупный долг, в т.ч.	884,1	899,8	-2%		
Краткосрочный долг	363,2	367,1	-1%		
Долгосрочный долг	520,9	532,7	-2%		
Чистый долг	846,7	858,6	-1%		
Чистый долг/EBITDA LTM*	3,0х	2,7х	-		

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

<p>Выручка снижалась во всех основных сегментах</p>	<p>Выручка сегмента птицеводства снизилась на 11% кв./кв. до 208 млн долл. (-3% объемы продаж и -9% цены реализации в рублях), в сегменте мясопереработки этот показатель сократился на 14% кв./кв. до 130 млн долл. (-12% объемы и -4% цена реализации), в сегменте свиноводства - на 6% кв./кв. до 70 млн долл. (+6% объемы продаж и -12% цены реализации).</p>
<p>Свиноводство оказалось убыточным уже на уровне валовой прибыли</p>	<p>Рентабельность по EBITDA сегмента мясопереработки осталась на уровне 4 кв. - 10,5%, рентабельность птицеводства упала до 8,9% (против 16,3% в 4 кв.), в то время как сегмент свиноводства оказался убыточным уже на уровне валовой прибыли (-1,7 млн долл.) (в 4 кв. маржа по EBITDA этого сегмента составила 23,6%), поскольку цены реализации свинины в живом весе в 1 кв. опускались ниже себестоимости.</p>
<p>Компания ожидает улучшения показателей во 2П 2013 г., сохраняя прогнозы на 2013 г. на том же уровне</p>	<p>По данным менеджмента, в связи со сложившимся дефицитом на рынке свинины в живом весе в результате снижения импорта и уходом менее эффективных производителей цены на свинину в начале мая повысились на 10% и стабилизировались из-за роста импорта из Беларуси. С ростом цен в этом сегменте не исключается и повышение цен на мясо птицы в связи с замещением им подорожавшей свинины. Кроме того, снижаются цены на корма на ожиданиях хорошего урожая. Дополнительно Черкизово ожидает получения прямых госсубсидий в объеме 600 млн руб. (свыше 19 млн долл.) для компенсации резкого роста себестоимости из-за скачка цен на зерновые. В этой связи компания озвучила прогнозы по марже EBITDA в целом за 2013 г.: в птицеводстве - не менее 12%, в свиноводстве - 5-10%, рассчитывая на более сильное 2П 2013 г. Пока же во 2 кв. 2013 г. ожидается дальнейшее снижение рентабельности кв./кв., поскольку пик закупочных цен на зерно отразится в P&L именно в этот отчетный период.</p>
<p>Учитывая объем инвестпрограммы, мы не ожидаем скорого снижения долговой нагрузки</p>	<p>В 1 кв. операционный денежный поток, несмотря на падение EBITDA, вырос на 11% кв./кв. до 31 млн долл. из-за существенных инвестиций в оборотный капитал в 4 кв. (40,8 млн долл.). Операционного потока было практически достаточно для финансирования капвложений (38 млн долл.). Напомним, в 2013 г. компания планирует инвестировать около 12 млрд руб. на дальнейшее расширение производственных мощностей и завершение текущих проектов в сегменте птицеводства, свиноводства и мясопереработки. Учитывая объем инвестпрограммы, мы не ожидаем в краткосрочной перспективе снижения долговой нагрузки с текущего уровня 3,0х Чистый долг/EBITDA.</p>
<p>На рынке облигаций есть более интересные предложения</p>	<p>Размещенные в середине апреля 3-летние БО-4 Черкизово сейчас котируются на уровне 100,7% от номинала, что соответствует YTM 9,7% (=ОФЗ + 350 б.п.) и является, по нашему мнению, справедливой оценкой облигаций категории "B2/B" (принимая во внимание, в том числе, субсидирование со стороны государства). В то же время, в сегменте облигаций "B" есть более интересные альтернативы с точки зрения риска и доходности, например, новые ТКС БО-12 имеют купон 10,25% годовых к оферте через 1,5 года.</p>

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 марта споткнулась на инвестициях

Платежный баланс

Отток капитала в январе мог составить 8-10 млрд долл.

Инфляция

Инфляция сильно "подтаяла"

Валютный рынок

Курс рубля в 1 кв. 2013 г.: в ожидании дальнейшего укрепления

Курс рубля «пустился в бега»

Монетарная политика ЦБ

Госдума утвердила кандидатуру Э.Набиуллиной на пост главы ЦБ

Снижение ставок от ЦБ "малой кровью"

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 приросла нефтепродуктами, металлами и... мостовыми кранами

Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

Ликвидность

Ликвидность: успеют ли Минфин и ЦБ предотвратить летний "пожар"?

Конвертация трансферта: в режиме ожидания?

ЦБ РФ: реформа рефинансирования

Бюджет

Бюджетная анти-диета

Долговая политика

Бюджетные маневры, или сколько нужно занять Минфину в 2013 г.?

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.