

Пульс рынка

- **Позитивная статистика по США** поддерживает "бычьи" настроения на рынках. Индекс потребительской уверенности за февраль оказался на уровне 70,8 пунктов, превзойдя консенсус-прогноз (64 пункта). Росту уверенности потребителей способствует, главным образом, продолжающееся улучшение ситуации на рынке труда. Не лучшим образом выглядели данные по заказам на товары длительного пользования, которые в январе снизились на 4% м./м. (в то время как ожидалось снижение на 0,7%) ввиду высокой базы. В среднем за декабрь и январь заказы на промышленные товары продемонстрировали рост в сравнении с ноябрем. По итогам дня большинство индексов акций немного выросли, при этом лучше рынка выглядели азиатские индексы, чему способствовала публикация данных по промпроизводству Японии и Южной Кореи. Планируемый референдум в Ирландии по вопросу присоединения к европейскому фискальному союзу (=частичной передаче суверенитета Европе), за которым могут последовать аналогичные действия в других странах еврозоны, может вновь обострить европейские проблемы. Ключевым событием сегодняшнего дня станут итоги аукциона LTRO, а также выступление Б. Бернанке с полугодовым докладом FOMC.
- **Дефицит бюджета в феврале 2012 г. ожидаемо вырос, обеспечивая пополнение ликвидности.** Вчера замглавы Минфина А. Нестеренко подтвердила факт исполнения федерального бюджета в январе 2012 г. с дефицитом в 18 млрд руб., озвучив предварительную оценку дефицита за февраль - 106,6 млрд руб. Несмотря на то, что февральская оценка дефицита, по версии главы казначейства РФ Р. Артюхина, в 67 млрд руб. несколько ниже, и тот, и другой показатель указывают на внушительное увеличение дефицита по сравнению с январем (в 4-6 раз). Этот факт повышает вероятность выхода не только на дефицит федерального, но, как мы и предполагали, консолидированного бюджета в феврале, что для денежного и долгового рынка означает чистый приток ликвидности по итогам месяца, причем такая ситуация может продолжиться и в марте. По нашим оценкам, бюджет в феврале из абсорбирующего ликвидность агента превратился в поставщика ликвидности, причем активизировавшиеся расходы бюджета покрыли не только налоговые выплаты, но, скорее всего, позволили практически полностью компенсировать покупку участниками рынка ОФЗ на 98,6 млрд руб. и нетто-погашение депозитов Минфина на 179 млрд руб. (за вычетом 77,4 млрд руб. пролонгации), что, как следствие, сопровождалось сокращением длинной задолженности по РЕПО с ЦБ с 487 млрд руб. (на 1 фев. 2012 г.) до 272 млрд руб. (на 29 фев. 2012 г.).

Темы выпуска

- **Спекулятивная торговая идея в облигациях Акрона**
 - **Трансаэро: высокая долговая нагрузка продолжит расти**
 - **Газпром нефть: 4 квартал несколько подпортил позитивный итог года**
-

Спекулятивная торговая идея в облигациях Акрона

Два существенных факта для досрочного погашения облигаций эмитента

На внеочередном собрании акционеров ОАО "Акрон" было принято решение о реорганизации в форме присоединения к нему дочернего ЗАО "Гранит", что, в соответствии со статьей 60 ГК РФ, является основанием для инвесторов требовать досрочного погашения облигаций (дата возникновения этого права - 28 февраля). Другим основанием для досрочного погашения облигаций, согласно статье 30 ФЗ РФ "Об акционерных обществах", является уменьшение уставного капитала ОАО "Акрон" (с 238 млн руб. до 202,7 млн руб. путем погашения акций Акрона, ранее принадлежащих Граниту).

Право на досрочное погашение облигаций по причине реорганизации может быть реализовано только в судебном порядке. В то время как для требования погашения бумаг на основании факта снижения уставного капитала владельцу облигаций достаточно предоставить эмитенту заявление (и поручение в НРД).

Реестр держателей облигаций, имеющих право на досрочное погашение, будет сформирован на дату первой публикации уведомления в журнале "Вестник государственной регистрации", после чего эмитент обязан погасить предъявленные бумаги по номиналу (+ НКД). Предъявлять бумаги к погашению можно будет не позднее 30 дней с момента второй публикации уведомления в журнале (то есть в течение примерно двух месяцев с момента первой публикации).

Отметим, что у компании сформирован достаточный запас денежных средств (а также доступных банковских кредитов) для досрочного выкупа всех облигаций в обращении. При этом выход на первичный рынок облигаций пока не планируется.

Уведомление, определяющее отсечку, еще не опубликовано

В законе не прописаны сроки, в течение которых эмитент обязан опубликовать уведомление, что является основным фактором неопределенности. Первое уведомление, скорее всего, будет опубликовано в середине марта. Суммарный номинал облигаций эмитента составляет 14,5 млрд руб., при этом, исходя из консолидированной отчетности по МСФО на 30 сентября 2011 г., общий объем бумаг в обращении составил 10,9 млрд руб., а выпуск Акрон-2 номиналом 3,5 млрд руб. был выкуплен (на сумму 2,3 млрд руб.) в ходе оферты в сентябре прошлого года.

Выпуски Акрон-4,5 предоставляют спекулятивный интерес для покупки

Исходя из предположения, что предъявленные выпуски будут погашены в конце мая этого года (весьма консервативный сценарий, по факту погашение может произойти раньше), мы оценили доходности операций по покупке бумаг на вторичном рынке с целью их предъявления к досрочному погашению: УТР 7,6% при цене 101,5% для выпуска Акрон-3, УТР 11,7% при цене 99% для облигаций Акрон-4,5. Мы считаем покупку бумаг Акрон-4,5 по ценам до 100% от номинала (УТР 7,8%) интересной для предъявления к досрочному погашению. При этом перед приобретением бумаг мы рекомендуем инвесторам убедиться, что уведомление еще не опубликовано.

Трансаэро: высокая долговая нагрузка продолжит расти

В рамках презентации нового выпуска БО-1 были раскрыты основные показатели по МСФО

Вчера менеджмент Трансаэро (-/-/-), второго по пассажирообороту авиаперевозчика в РФ, провел презентацию в рамках маркетинга выпуска облигаций БО-1 (номинал 2,5 млрд руб., ориентир по доходности 11,83-12,89% к оферте через 1,5 года). В ходе презентации были также раскрыты ключевые неаудированные финансовые показатели компании по МСФО за 2009, 2010 и 2011 гг. Полная аудированная отчетность по МСФО за 2009-2010 гг. будет опубликована в марте этого года, за 2011 г. - в 3 кв. 2012 г.

Ключевые финансовые показатели Трансаэро по МСФО*

В млрд руб., если не указано иное	2011	2010	изменение
Выручка	68,2	50,2	+36%
EBITDAR	6,1	6,7	-9%
Рентабельность по EBITDAR	8,9%	13,3%	-4,4 п.п.
Основные средства	70,6	46,3	+52%
Капитал	-8,5	-5,8	-46%
Совокупный долг (вкл. финансовый лизинг)	69,1	47,1	+47%
Долг/EBITDAR	11,3x	7,0x	-

* неаудированные данные

Источник: компания, оценки Райффайзенбанка

Пассажирооборот вырос на 28% г./г., загрузка кресел остается высокой

В 2011 г. общий пассажирооборот компании составил 33,2 млрд пкм (+28% г./г.). Наилучшую динамику продемонстрировал сегмент международных регулярных рейсов, в котором этот показатель увеличился с 15,8 до 19,1 млрд пкм, составив 58% от общего показателя. Пассажирооборот на внутренних рейсах составляет 22% (увеличившись с 5,9 до 7,3 млрд пкм), на международных нерегулярных рейсах - 20% (увеличившись с 4,5 до 6,8 млрд пкм). Коэффициент загрузки кресел компании на уровне 83% остается выше, чем в среднем по отрасли (77%) благодаря высокой доле туристических перевозок, выполненных на широкофюзеляжных бортах (их доля в структуре парка составляет 63%).

Средний возраст парка существенно выше, чем у ближайших конкурентов

На 1 февраля 2012 г. авиапарк Трансаэро насчитывает 75 воздушных судов (ВС), из них 46 находятся в финансовом лизинге, 18 - в операционном лизинге и 11 - в собственности компании. Стоит отметить, что средний возраст самолетов составляет около 15 лет, что в сравнении с другими авиаперевозчиками (у Аэрофлота - 5,2 года, у S7 - 8 лет) выглядит весьма негативно и потенциально предполагает существенные расходы в будущем на "омолаживание" авиапарка.

Опережающий рост операционных расходов связан с ростом цен на нефть

Выручка Трансаэро в 2011 г. выросла на 36% до 68,2 млрд руб. В ее структуре преобладали доходы от международных пассажирских перевозок (78%), внутренние рейсы внесли до 17% выручки. При этом показатель EBITDAR снизился с 6,7 млрд руб. в 2010 г. до 6,1 млрд руб. по итогам 2011 г. (рентабельность по EBITDAR упала с 13,3% до 8,9%, соответственно), что было обусловлено преимущественно ростом цен на нефть и, как следствие, на авиакеросин.

Компания ожидает роста выручки в 2012 г. на 10% г./г.

В 2012 г. компания прогнозирует увеличение пассажирооборота на 25% до 41,5 млрд пкм, расширение авиапарка до 83 судов и рост выручки на 10% до 95,3 млрд руб. Согласно стратегии компании, в 2011-2012 гг. рост пассажироперевозок составит 25% в год за счет увеличения кресельной емкости, в период 2013-2014 гг. - 16% в год за счет повышения качества услуг (предоставление доступа к сети Интернет на ВС), что вкупе с началом эксплуатации с 2015 г. новых более топливоэффективных ВС (Boeing 787 Dreamliner и Airbus A 380) обеспечит площадку для дальнейшего роста пассажирооборота (+25%).

Значительную долю операционных расходов Трансаэро составляют затраты на топливо (37% по РСБУ). В 2011 г. в расчете на креслокилометр они снизились на 4,3% г./г., в 2012 г. прогнозируется дальнейшее снижение на 4%. Снижению этих затрат способствует топливоэффективность авиапарка (состоящего в основном из дальнемагистральных широкофюзеляжных ВС), увеличение объемов хеджирования топливных расходов, а также подписание долгосрочных договоров на поставку авиатоплива, предусматривающих формулу цены (к примеру, для 50% объема потребляемого топлива расчет осуществляется на основе цен за предыдущие 3 мес.).

На конец 2011 г.
Долг/ЕБИТДАР = 11,3х

За 2011 г. соотношение Долг/ЕБИТДАР компании повысилось с 7,0х до 11,3х, а на 1 февраля 2012 г. - до 13,7х (ЕБИТДАР за 2011 г.). На эту дату совокупный долг Трансаэро составил 83,7 млрд руб., из них лишь 23,7 млрд руб. - кредиты и займы, а подавляющая часть (60 млрд руб.) - обязательства по финансовому лизингу.

Высокий риск
ликвидности в связи с
краткосрочностью
долга

Мы отмечаем высокий риск ликвидности, поскольку все текущие кредиты подлежат погашению в 2012-2014 гг., и львиная доля платежей по фин. аренде (до 40 млрд руб.) приходится также на ближайшие 3 года (в 2012 г. - ~500 млн долл., в 2013 г. - свыше 400 млн долл., в 2014 г. - свыше 300 млн долл.).

Закупки новых ВС не
будут способствовать
снижению долга

Кроме того, программа обновления и повышения эффективности авиапарка до 2015 г. (в 2011 г. подписаны соглашения на поставку 4 ВС Airbus 380, 8 ВС Airbus 320 neo, 4 ВС Boeing 747-8 Intercontinental, 4 ВС Boeing 787 Dreamliner, а также Sukhoi Superjet), очевидно, не будет способствовать снижению долга Трансаэро.

Средства от БО-1
предлагается
направить на
повышение
рентабельности

Средства от предлагаемого выпуска облигаций БО-1 планируется направить на 1) увеличение кресельной емкости салонов (1 млрд руб.), что позволит нарастить пассажирооборот без дополнительных операционных расходов; 2) на обеспечение до конца 2013 г. около 70 ВС доступом к сети Интернет (1,5 млрд руб.), что, по прогнозам Трансаэро, увеличит пассажиропоток на 5-10% в зависимости от протяженности рейса и позволит повысить тарифы на авиаперевозку.

Отметим, что в мае 2012 г. эмитенту предстоит пройти offeru по обращающемуся выпуску Трансаэро, 1 (3 млрд руб.). По данным менеджмента, для этих целей у компании сформирован достаточный запас денежных средств. Однако, если Трансаэро захочет оставить бумагу в рынке до погашения в октябре 2013 г., принимая во внимание растущую долговую нагрузку, то вполне вероятно, что новый купон будет установлен на более высоком уровне по сравнению с текущим предложением.

Ориентиры по
бумагам эмитента -
не конкуренты
вторичному рынку

На наш взгляд, маркируемые ориентиры по доходности (УТР 11,83-12,89% к offeru через 1,5 года) не учитывают высокие кредитные риски эмитента. Инвесторам, предпочитающим высокую доходность, мы рекомендуем искать альтернативы на вторичном рынке. Например, более высокую доходность при меньших кредитных рисках предлагают бумаги ТКС Банка (-/ВЗ/В-), в частности, БО-3 (УТР 13,6% @ август 2012 г.), ТКС-2 (УТМ 12,9% @ июль 2013 г.). Кроме того, достаточно широкий выбор (с лучшим сочетанием риска и доходности) присутствует в сегменте нефинансовых эмитентов: ЛСР БО-5 (УТМ 10-11% @ июль 2014 г.), РМК-3 (УТР 13,5% @ декабрь 2013 г.), РМК-4 (УТР 12% @ июль 2014 г.).

Газпром нефть: 4 квартал несколько подпортил позитивный итог года

Газпром нефть (BBB-/Ваа3/-) опубликовала финансовые результаты по US GAAP за 4 кв. и 2011 г., которые мы оцениваем в целом нейтрально. Хотя итоги 4 квартала выбиваются из хороших результатов первых трех кварталов, в целом итоги 2011 г. мы оцениваем позитивно.

Ключевые финансовые показатели Газпром нефть

В млн долл., если не указано иное	2011	2010	изм.	4 кв. 2011	3 кв. 2011	изм.
Выручка	44 172	32 912	+34%	11 146	11 606	-4%
ЕБИТДА	10 158	7 271	+40%	2 426	2 768	-12%
Рентабельность по ЕБИТДА	23,0%	22,1%	+0,9 п.п.	21,8%	23,8%	-2 п.п.
Операционная прибыль	6 979	4 673	+49%	1 693	1 968	-14%
Операционная рентабельность	15,8%	14,2%	+1,6 п.п.	15,2%	17,0%	-1,8 п.п.
Чистая прибыль	5 587	3 438	+62%	1 582	1 334	+19%
Чистая рентабельность	12,6%	10,4%	+2,2 п.п.	14,2%	11,5%	+2,7 п.п.
Операционный поток	6 001	5 391	+11%			
Инвестиционный поток	-5 474	-4 852	+13%			
Финансовый поток	-752	-309	+2,4х			

в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2011	30 сент. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	6 697	6 605	+1%
Краткосрочный долг	1 277	1 328	-4%
Долгосрочный долг	5 420	5 277	+3%
Чистый долг	5 783	5 136	+13%
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,57x	0,53x	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Модернизация НПЗ и коррекция цен на нефть в 4 кв. оказали давление на выручку...

Выручка в последнем квартале прошлого года продемонстрировала негативную динамику (-4% кв./кв. до 11,1 млрд долл.), что стало следствием как снижения объемов продаж бензина (на 13,2% кв./кв. до 9,9 млн т) в связи с плановой модернизацией НПЗ (в Москве и Омске), так и небольшой коррекции цен на сырую нефть (-2,4%) и нефтепродукты (-2,8%). По-видимому, ограничение перерабатывающих мощностей, а также консолидация Оренбургского кластера (добывающие активы были получены от Газпрома) привели к заметному увеличению продаж сырой нефти на внешний рынок (+39% кв./кв. до 3,7 млн т), при этом доля экспортных поставок (в дальнейшем зарубежье) в общих продажах нефти увеличилась на 5 п.п. до 78%.

Стоит отметить, что в целом в 2011 г. произошло изменение географической структуры общей выручки компании: доля продаж на экспорт снизилась на 4 п.п. до 53% за счет увеличения доли продаж на локальном рынке (высокооктанового бензина).

... и рентабельность по EBITDA

Коррекция цен на нефть и нефтепродукты (котировки Brent снизились на 3,6% до 109,35 долл./барр., премиальный бензин подешевел на 9,2% до 932 долл./т, цены на нефть опустились на 8,4%) обусловила небольшое снижение рентабельности по EBITDA на 2 п.п. до 21,8%.

Принимая во внимание возобновившийся рост цен на углеводороды в начале этого года, прежде всего, из-за ситуации в Иране (нефть Brent подорожала до 124 долл./барр., обновив 3-летний максимум), по итогам 1 кв. 2012 г. рентабельность, скорее всего, превысит показатели прошлого года.

Позитивный эффект от 60/66 проявился не в полной мере

При добыче нефти в 4 кв. на уровне ~12,85 млн т в продажах доминировали нефтепродукты (9,9 млн т), тогда как реализация сырой нефти составила 4,7 млн т. Ожидаемый позитивный эффект от перехода на режим 60/66 в 4 кв. не проявился: платежи по экспортной пошлине увеличились на 12% кв./кв., в то время как экспортная выручка в дальнейшем зарубежье выросла лишь на ~4,8% (что, скорее всего, связано с плановым ремонтом НПЗ). После его завершения ожидается, что влияние нового режима станет более выраженным: позитивный эффект, по оценкам компании, составит 100-150 млн долл. в год дополнительной прибыли.

Высокие инвестиции в оборотный капитал снизили остаток денежных средств на балансе

Операционный денежный поток до изменения в оборотном капитале увеличился на 31% кв./кв. до 2,3 млрд долл., однако значительные инвестиции в оборотный капитал, которые составили в последнем квартале 1,3 млрд долл., привели к почти двукратному снижению чистого операционного потока до 1 млрд долл. В результате в 4 кв. его не хватило для финансирования капитальных расходов, которые составили 1,4 млрд долл., что привело к сокращению денежных средств на 562 млн долл. до 914 млн долл. Чистый долг незначительно увеличился с 0,53x за 9М 2011 г. до 0,57x на конец 2011 г.

Компания планирует в 2012 г. сосредоточиться на органическом развитии upstream

Инвестиционная программа (капвложения и M&A) на этот год запланированы в размере 5,5 млрд долл., при этом почти вся сумма приходится на органическое развитие, в отличие от 2011 г., когда на M&A было потрачено около 27% всех инвестиций. Порядка 3 млрд долл. будет направлено в добывающий сегмент, в частности, чтобы компенсировать продолжающееся падение добычи нефти Ноябрьскнефтегаза, крупнейшего добывающего предприятия компании (-6,9% г./г. и -0,5% кв./кв.). На модернизацию перерабатывающих мощностей (главным образом, НПЗ в Москве и Омске) будет направлено около 1 млрд долл. При сохранении благоприятной конъюнктуры на сырьевых рынках (наш базовый сценарий предполагает, что средняя цена нефти Brent в 2012 г. составит 109 долл./барр.) инвестиционная программа может быть профинансирована за счет собственных средств.

Низкая долговая нагрузка

Низкая долговая нагрузка и хорошо сбалансированный по срочности долг (на долю краткосрочных обязательств приходится порядка 19%) нивелируют краткосрочные риски рефинансирования.

Торговых идей в обращающихся облигациях эмитента нет

На текущих ценовых уровнях мы смотрим нейтрально на обращающиеся выпуски эмитента. Лучшей возможностью для формирования позиции в первом эшелоне мы считаем первичный рынок. Учитывая, что в этом году компании предстоит погасить ~1,3 млрд долл., эмитент может еще не раз выйти на первичный рынок с облигациями, которые зарегистрированы в объеме 80 млрд руб.

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.