

Пульс рынка

- ▶ **Поводов для игры на повышение по-прежнему нет.** На этот раз макроданные по США оказались хуже ожиданий: объем продаж на первичном рынке жилья за сентябрь был скорректирован в сторону понижения, а в октябре роста продаж м./м. не произошло. Стагнация продаж на первичном рынке на фоне продолжающегося роста цен (вторичный рынок) свидетельствует о неустойчивости восстановления сектора. Данные Бежевой книги отразили негативное влияние угрозы fiscal cliff на активность частного сектора экономики, который занимает выжидательную позицию (не осуществляет инвестиций). В то же время Белому дому и Конгрессу пока не удается договориться о предотвращении fiscal cliff. Индексы акций в рамках бокового тренда прибавили скромные 0,5%.
- ▶ **ТКС(-/B2/B) запасется капиталом в ответ на ужесточение регулирования.** ТКС Банк размещает субординированные бонды в объеме 100-150 млн долл. со ставкой купона 14% годовых к погашению через 5,5 лет, что соответствует премии к кривой доходности, экстраполированной по старшим бумагам банка АКВНС 14 и АКВНС 15, в размере 240 б.п. (которая, по нашему мнению, выглядит завышенной). Мы считаем бонды ТКС наиболее интересными в сегменте высокодоходных бумаг. Размещение "суборда" позволит увеличить собственный капитал ТКС на 50%-75%. Отметим, что банк в сравнении с другими игроками рынка потребительского кредитования не имеет острой потребности в пополнении капитала: на 1 ноября показатель Н1 составил 13,46% (ХКФБ - 12,10%, Ренессанс Капитал - 12,49%, Кредит Европа Банк - 11,97%). В то же время агрессивный темп роста кредитования (+87,7% г./г., по данным МСФО, на 30 июня 2012 г.), который превышает прибыльность (показатель ROAE составил 66%), требует внешнего финансирования для восполнения капитала (в частности, в этом году банк осуществлял эмиссию акций). По заявлениям менеджмента, в ответ на запланированные меры ЦБ РФ по ужесточению регулирования потребительского кредитования банк не будет изменять бизнес-модель. Как следствие, коэффициент риска для ТКС (по новым кредитам с июля 2013 г., в соответствии с последними предложениями ЦБ) вырастет на 70% до 1,7х, поскольку, что эффективная ставка по текущим кредитам находится в пределах 45-60% годовых (чистая процентная маржа составила 39,5% в 1П 2012 г.). По нашим оценкам, вступление в силу новых мер ЦБ РФ не приведет к снижению показателя Н1 в 2013 г. даже без дополнительного вливания в капитал в случае, если ТКС остановит кредитную экспансию (лишь рефинансируя кредитный портфель) при прочих равных условиях (уровне прибыльности и просрочки). Размещение "суборда" позволит банку пережить ужесточение требований ЦБ РФ, сохранив высокие темпы кредитования.
- ▶ **НЛМК (BBB-/Baa3/BBB-) вышел на "первичку" с интересным предложением.** Сегодня на первичном рынке появился выпуск НЛМК-8 номиналом 10 млрд руб. (при этом размещаемый объем составляет 5 млрд руб.) с ориентиром YTP 8,84-8,99% к 3-летней оферте, который соответствует спреду к суверенной кривой в размере 206-221 б.п. Отметим, что вчера книга заявок на покупку 5-летних бумаг Газпром нефть-12 (BBB-/Baa3/-) номиналом 10 млрд руб. была закрыта с YTP 8,67% (=ОФЗ + 180 б.п.), что на 11 б.п. ниже границ первоначального ориентира. Таким образом, НЛМК предлагает премию к Газпром нефти в размере 25-40 б.п., которая выглядит справедливой учитывая отсутствие у НЛМК квазисуверенного статуса. Мы рекомендуем участвовать в размещении ближе к верхней границе ориентира. Недостатка первичного предложения от корпоративных эмитентов 1-го эшелона явно не наблюдается: сегодня было объявлено о вторичном размещении (книга закрывается завтра) РЖД-12 номиналом 15 млрд руб. с купоном 8,45% годовых к оферте в ноябре 2016 г. по цене не ниже 100% от номинала. Также в маркетинге находятся 3-летние облигации АИЖК А24 номиналом 6 млрд руб. с ориентиром по ставке купона 8,5%-8,7% годовых (ОФЗ + 180-200 б.п.).

Темы выпуска

- ▶ **Черкизово: последствия засухи найдут отражение в 4-м квартале**
-

Черкизово: последствия засухи найдут отражение в 4-м квартале

Хорошие результаты за 3 кв. пока не отражают рост цен на зерно и наблюдающееся падение цен на свинину

Группа Черкизово (Moody's: B2) опубликовала финансовые результаты за 3 кв. 2012 г. по US GAAP, которые мы оцениваем нейтрально. Выручка увеличилась на 1% кв./кв., валовая рентабельность повысилась на 1,4 п.п. кв./кв., рентабельность по EBITDA - на 1,1 п.п. кв./кв. Однако мы отмечаем, что в результатах компании за 3 кв. не нашел полного отражения фактор существенного повышения цен на корма из-за засухи этого года, поскольку использовались ранее накопленные запасы. Кроме того, с конца 3 кв. произошло заметное снижение цен на свинину в связи с резким увеличением предложения (в частности, эпидемия африканской чумы свиней на юге России и аномально жаркая погода способствовали росту объемов забоя здорового поголовья). Исходя из этого, мы ожидаем снижения рентабельности Черкизово в 4 кв. 2012 г.

Долговая нагрузка (Чистый долг/EBITDA) повысилась до 2,7х с 2,3х по итогам 1П 2012 г. на фоне увеличения размера долга на 24% (что может быть связано с приобретением компаний, ранее принадлежащих мажоритарному акционеру группы, подробная информация не раскрывается). С учетом повышения цен на зерно и неблагоприятной ценовой конъюнктуры на рынке свинины, ее снижение пока маловероятно.

Ключевые финансовые показатели Черкизово

в млн долл., если не указано иное	3 кв. 2012	2 кв. 2012	изм.	3 кв. 2011	изм.
Выручка	394,5	391,1	+1%	384,6	+3%
Валовая прибыль	121,2	114,7	+6%	99,8	+22%
Валовая рентабельность	30,7%	29,3%	+1,4 п.п.	25,9%	+4,8 п.п.
ЕБИТДА	90,3	85,3	+6%	71,4	+26%
Рентабельность по EBITDA	22,9%	21,8%	+1,1 п.п.	18,6%	+4,3 п.п.
Чистая прибыль	62,8	56,9	+10%	38,2	+64%
	9М 2012	9М 2011			
Операционный поток	216,4	188,8	+15%		
Инвестиционный поток, в т.ч.	-175,1	-173,0	+1%		
Капвложения	-153,1	-172,8	-11%		
Финансовый поток	-30,1	-56,0	-46%		
в млн долл., если не указано иное	30 сент. 2012	30 июня 2012			изм.
Совокупный долг, в т.ч.	862,6	694,4	+24%		
Краткосрочный долг	278,8	203,8	+37%		
Долгосрочный долг	583,9	490,6	+19%		
Чистый долг	822,4	664,4	+24%		
Чистый долг/EBITDA LTM*	2,69х	2,33х	-		

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Повышение цен реализации привело к росту выручки...

Рост выручки в 3 кв. на 1% кв./кв. до 394,5 млн долл. был обусловлен повышением средних цен реализации. Так, в сегменте птицеводства сезонное снижение объемов продаж (-6% кв./кв. до 77,7 тыс. т) было нивелировано продолжившимся повышением цен (в связи с тенденцией замещения потребления более дорогой свинины), и выручка осталась на уровне предыдущего квартала. В сегменте свиноводства выручка, напротив, сократилась на 9% кв./кв., из-за снижения физических объемов продаж на 3% кв./кв. до 23,4 тыс. т и средних цен реализации в долл. США (из-за ослабления курса рубля). При этом цены на свинину в рублевом выражении в 3 кв. повысились на 1,3% кв./кв. В сегменте мясопереработки выручка также осталась на уровне 2 кв. за счет роста цен компании.

...и рентабельности в целом

Рентабельность по валовой прибыли и по показателю EBITDA во всех сегментах показала преимущественно положительную динамику. Валовая маржа во всех сегментах подросла на 1-3 п.п., рентабельность по EBITDA в птицеводстве повысилась на 1,6 п.п. до 25%, а в свиноводстве и мясопереработке - осталась на том же уровне: 39,4% и 10,9%, соответственно, в результате повышения общих, коммерческих и административных затрат и расходов на маркетинг.

Компания ждет стабилизации цен	<p>В ходе телеконференции менеджмент компании сообщил, что в краткосрочной перспективе ожидает стабилизацию цен на мясо птицы (или даже некоторое снижение из-за повышения предложения на рынке). Цены на свинину, по данным компании, в настоящее время также стабилизируются после падения, однако компания не ожидает их восстановления к уровням начала года (около 80 руб./кг) - более реалистичным выглядит уровень 70 руб./кг. Кроме того, компания не видит угрозы дальнейшего снижения цен из-за конкуренции со стороны импорта из стран ЕС после вступления России в ВТО (компания ожидает, что ограничение импорта из ЕС сохранится как минимум до конца года), поскольку себестоимость европейских производителей выше, чем у Черкизово. Вопрос сохранения госсубсидирования сельхозпроизводителей в ЕС остается открытым, учитывая непростую экономическую ситуацию в регионе. Более того, Черкизово ожидает, что по итогам 2012 г. показатель EBITDA превысит 10 млрд руб. (~320 млн долл.).</p> <p>Операционного денежного потока за 9М 2012 г. в объеме 216,4 млн долл. было достаточно для финансирования капвложений (153,1 млн долл.), около 70% которых направлено в сегмент птицеводства (увеличение мощностей Брянского и Пензенского блоков птицеводства, развитие проекта в Ельце).</p>
Актуален вопрос рефинансирования	<p>Краткосрочная часть долга составила 278,8 млн долл. Учитывая небольшой объем накопленных денежных средств (40,2 млн долл.) и инвестпрограмму на 2012 г. (ранее планировалось ~230 млн долл.), вопрос рефинансирования долга остается актуальным. Текущая эффективная стоимость долга с учетом субсидирования составляет 2,1% год.</p>
Бумаги эмитента не интересны для покупки	<p>Обращающийся выпуск рублевых облигаций Черкизово БО-3 (YTM 9,0% @ ноябрь 2013 г.) имеет низкую торговую ликвидность и выглядит достаточно дорого в сегменте облигаций категории "B2/B".</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
Роснефть	

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

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 Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа-Банк	ВТБ
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ВЭБ
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 Никель	Uranium One

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2
Мегафон	

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	МОЭСК

Прочие

АФК Система

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Темпы роста ВВП в 3 кв. опустились ниже 3%

Платежный баланс

По данным ЦБ, отток капитала во 2 кв. сократился до 9,5 млрд долл. с 33,9 млрд долл. в 1 кв. 2012 г.

Инфляция

Инфляция: сюрпризы октября

Валютный рынок

Сделка Роснефти по покупке ТНК-ВР не должна оказать существенного влияния на курс рубля до конца 1П 2013 г.

Монетарная политика ЦБ

Как мы и ожидали, ЦБ оставил ставки без изменений второй месяц подряд

Банковский сектор

Новые меры ЦБ РФ по ограничению роста потребкредитов в борьбе за их качество

Рынок облигаций

Минфин рассчитывает на нерезидентов

Промышленность

Промышленный энтузиазм на исходе

Внешняя торговля

Внешняя торговля: динамика импорта указывает на риски экономики

Ликвидность

РЕПО в корзине

ЦБ рассматривает возможность удлинения срока рефинансирования

Ликвидность: повторится ли новогодняя лихорадка?

Интервенции ЦБ

ЦБ готовится к худшему

Бюджет

Бюджет поддержит ликвидность в ноябре

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
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 Кенякин		(+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
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Леонид Берещанский		(+7 495) 721 9900 доб. 5482

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.