

17 октября 2011 г.

Пульс рынка

- ▶ Превысившие ожидания данные по розничным продажам в США, которые выросли на 1,1% в сентябре, отодвинули слабую статистику об уверенности потребителей на второй план, что привело к повышению аппетита инвесторов к риску. На встрече министров финансов стран G20 был определен новый последний срок (23 октября) для решения греческого вопроса и выработке механизма по увеличению ликвидности банков в условиях растущих опасений наступления рецессии. Одним из возможных вариантов, в частности, рассматривается вариант обмена греческих долгов с дисконтом на бонды, обеспеченные поручительством EFSF. В результате этого обмена списание может составить до 50%. По-видимому, чем жестче будут условия списания греческих долгов (и долгов остальных проблемных стран ЕС), тем мягче должен быть механизм докапитализации банков. Однако на этот счет внутри еврозоны есть разногласия. Так, канцлер Германии считает, что вопрос докапитализации должен решаться с каждой страной в отдельности, а не в целом по всей банковской системе еврозоны. Не исключено, что для повышения достаточности капитала европейским банкам придется сократить активы, что будет оказывать негативное влияние как на финансовые рынки, так и на кредитование.
- ▶ В эту среду банкам предстоит вернуть Минфину 52 млрд руб. депозитов. Как мы и предполагали (см. обзор от 6 октября) Минфин пролонгирует депозиты банков. Завтра кредитным организациям будет предложено 55 млрд руб. на 98 дней под 6,25% годовых для рефинансирования задолженности 19 октября. По опыту последних аукционов, спрос на длинную ликвидность (с возвратом в следующем году) заметно превышает предложение, что приводит к превышению средневзвешенной ставки на 1 п.п. минимальной ставки аукциона. Мы ожидаем, что средняя ставка на предстоящем аукционе сложится на уровне 7,2-7,5% годовых. Кстати говоря, на сегодняшнем аукционе ЦБ установил лимит на 90-дневное РЕПО в размере 200 млрд руб. при минимальной ставке 6,75% годовых.
- ▶ В конце минувшей недели стало известно о возможности размещения части временно свободных средств Пенсионного фонда (ПФР) на депозиты банков для поддержания ликвидности банковской системы. Предполагается, что средства ПФР станут доступны банкам, обладающим капиталом не ниже 5 млрд руб. и рейтингом не ниже уровня "BB-" от Fitch и S&P или "Ba3" от Moody`s. Потенциальный объем размещения оценивается в 90 млрд руб. в квартал, срок - до 6 месяцев. Альтернативные источники средств в условиях, когда основным поставщиком ликвидности является РЕПО с ЦБ, только приветствуются, однако сравнительно небольшой объем размещения (30 млрд руб. ежемесячно) полностью текущих проблем с ликвидностью не решает.

Темы выпуска

- ▶ Внешняя торговля: замедление импорта продолжилось
 - ▶ Ленэнерго: RAB откладывается, необходимость инвестиций остается
-

Внешняя торговля: замедление импорта продолжилось

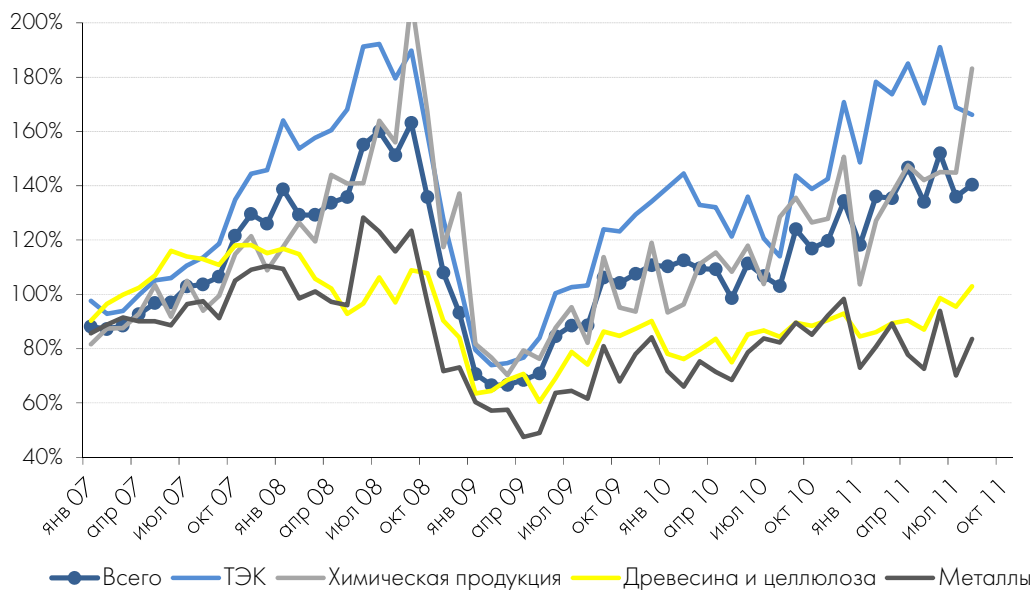
Темпы роста импорта продолжают замедляться

Прирост экспорта сохраняется лишь благодаря сохранению высоких цен на сырьевые товары, физические объемы падают

На прошлой неделе ФТС опубликовала данные о состоянии внешней торговли в августе и об импорте из стран дальнего зарубежья в сентябре 2011 г. Новая статистика указывает на существенное замедление темпов роста импорта. Однако стагнация экспорта продолжается, что уже оборачивается ощутимым сокращением торгового сальдо, повышая, тем самым, давление на курс рубля.

Как видно из новой статистики прирост экспорта в августе объясняется исключительно сохранением высоких цен по большинству категорий экспортируемых товаров, поскольку физические объемы экспорт продолжили падение. Наибольшее внимания заслуживает динамика основной составляющей экспорта - топливно-энергетических товаров (более 70% всего экспорта). Если в июле 2011 г. падение реализуемых объемов наблюдалось только в категории нефти и нефтепродуктов, то в августе ситуация усугубилась резким сокращением поставок природного газа, что, пока нивелируется за счет соизмеримого повышения сырьевых цен. Судя по текущей ситуации сокращение экспорта газа продолжилось и в сентябре-октябре 2011 г. (по нашим оценкам физ. объемы упали на 17% в сентябре). Остальные категории экспорта демонстрируют смешанную динамику. Кроме пищевой отрасли (где прирост во многом объясняется отменой зернового эмбарго) и деревообработки неплохие результаты показал экспорт химической продукции. Однако улучшение в этих категориях никак не компенсирует стагнацию экспорта металлов, которая в 4 кв. 2011 г. может только усилиться из-за снижения цен. Кроме того, прекратился рост экспорта машин, оборудования и транспортных средств.

Динамика экспорта отдельных товаров накопленным итогом, 2007-2011



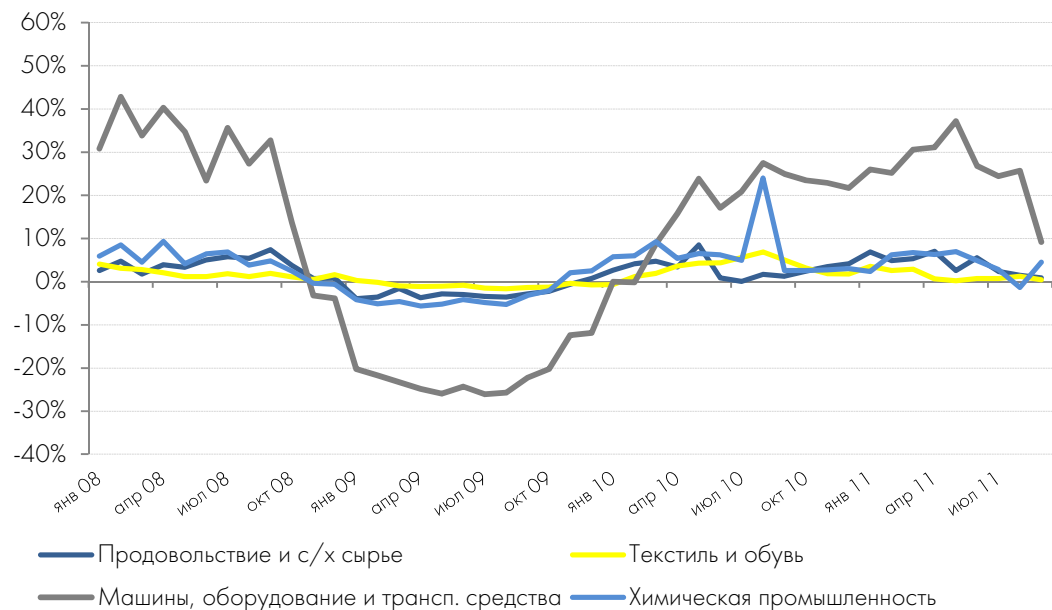
Источник: ФТС, оценки Райффайзенбанка

Кроме ухудшения внешней конъюнктуры экспорт может снижаться ввиду внутреннего потребления

Мы по-прежнему считаем, что помимо ухудшения конъюнктуры внешних рынков и сопряженного с этим снижения спроса, на сокращении экспорта сырья сказывается рост внутреннего потребления для реализации крупных инфраструктурных проектов, тем более что к концу года объемы госзакупок и частных инвестиций обычно наращиваются. Косвенно, наши предположения находят отражение в статистике Росстата по росту внутренних оптовых продаж черных металлов и стальных труб в июле-августе 2011 г.

Мы обращаем внимание на то, что замедление импорта, которое началось в июле 2011 г., продолжилось и в прошедшем месяце. Темпы роста импорта сокращались и в августе (до 21% г./г.) и в сентябре (до 17% г./г.). Причем с исключением сезонности снижение объемов импорта также было ощутимым. По нашим оценкам, наибольший вклад в сокращение импорта в июле-августе 2011 г. привнесло снижение закупок продукции машиностроения, которые формируют порядка 50% агрегированного показателя. В частности стагнация импорта транспортных средств. Ввиду хорошего урожая этого года стагнирует и импорт продовольственных товаров. Поскольку остальные категории импорта при этом демонстрируют прежние темпы роста говорить о переломе восходящего тренда и формировании тенденции снижения импорта пока рано. Однако замедлению роста импорта способствует с одной стороны достижение импортируемых объемов докризисных значений, с другой стороны, сравнение с высокой базой прошлого года, когда во 2П 2010 г. импорт стремительно нарастал.

Вклад отдельных категорий в общий прирост импорта из стран дальнего зарубежья, п.п.



Источник: ФТС, оценки Райффайзенбанка

Мы не ожидаем, что в ближайшей перспективе рост импорта сильно замедлится

Однако ввиду сохранения высокой деловой и потребительской активности в 4 кв. 2011 г. темпы роста импорта едва ли окажутся существенно ниже значений сентября. Инвестиционный импорт в конце года обычно усиливается в связи с завершением годовых инвестиционных планов. Поддержку потребительскому импорту обеспечивает увеличение доходов населения и ситуации на рынке труда. Несмотря на то, что реальное ослабление рубля с некоторой задержкой окажет сдерживающее воздействие на импорт, этот эффект, на наш взгляд, может постепенно компенсироваться набирающей обороты кредитной активностью.

Темпы снижения торгового сальдо пока не представляют серьезной угрозы для рубля, в фокусе - отток капитала

Мы полагаем, что при снижении притока валюты по текущему счету наблюдаемая на валютном рынке с начала октября ситуация, когда ЦБ заметно сократил продажи валюты, должна объясняется не текущими, а капитальными операциями, а именно ослаблением оттока капитала. Однако, несмотря на стагнацию экспорта мы не склонны пока снижать прогноз по сальдо текущего счета на 4 кв. 2011 г. в 30 млрд долл., поскольку снижение экспортных поступлений может компенсироваться замедлением роста импорта.

Ленэнерго: RAB откладывается, необходимость инвестиций остается

Ленэнерго (-/Ba2/-), одна из крупнейших электросетевых компаний России, опубликовала финансовые результаты по МСФО за 1П 2011 г., которые мы оцениваем в целом нейтрально.

Существенное падение EBITDA не соответствует динамике денежных операционных потоков

Снижение доходов от технологических присоединений, а также существенный рост операционных расходов из-за 1) признания убытка от обесценения основных средств, 2) повышения тарифов на услуги сетевых организаций при увеличении объемов транспортировки электроэнергии компанией, и 3) увеличения расходов на персонал привели к сокращению EBITDA на 72% г./г. до 1,7 млрд руб. и, соответственно, падению рентабельности по EBITDA с 45,4% в 1П 2010 г. до 10,5% в отчетном периоде.

Тем не менее, мы отмечаем положительную динамику денежных потоков от основной деятельности (+64% г./г. до изменений в оборотном капитале), что говорит о значительном объеме неденежных статей, учтенных в P&L. С учетом корректировок, по нашим оценкам, EBITDA за 1П 2011 г. составляет свыше 5 млрд руб., соответственно, рентабельность по EBITDA - 32%.

Ключевые финансовые показатели Ленэнерго

| в млн руб., если не указано иное | 1П 2011 | 1П 2010 | изм. |
|---|--------------|--------------|------------|
| Выручка | 15 807 | 13 285 | +19% |
| EBITDA | 1 664 | 6 034 | -72% |
| Скорректированная EBITDA | 5 063 | 6 034 | -16% |
| Рентабельность по EBITDA | 10,5% | 45,4% | -34,9 п.п. |
| Скорректированная рентабельность по EBITDA | 32,0% | 45,4% | -13,4 п.п. |
| Операционная прибыль | -588 | 3 443 | - |
| Операционная рентабельность | отриц. | 25,9% | - |
| Чистая прибыль | -1 179 | 2 588 | - |
| Операционный поток до изменения оборотного капитала | 5 110 | 3 111 | +64% |
| Чистый операционный поток | 2 123 | 2 931 | -28% |
| Инвестиционный поток, в т. ч. | -2 158 | -2 962 | -27% |
| Капитальные вложения | -2 114 | -3 324 | -36% |
| Финансовый поток | 292 | -694 | - |
| в млн руб., если не указано иное | 30 июня 2011 | 31 дек. 2010 | изм. |
| Краткосрочный долг | 6 562 | 1 566 | +4,2x |
| Долгосрочный долг | 10 144 | 14 125 | -28% |
| Совокупный долг | 16 706 | 15 691 | +6% |
| Чистый долг | 15 796 | 15 038 | +5% |
| Чистый долг/LTM EBITDA* | 2,1x | 1,3x | - |
| Чистый долг/LTM EBITDA скорректированная | 1,4x | 1,3x | - |

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Поддержку выручке оказали доходы от транспортировки и э/э

Выручка компании в 1П 2011 г. увеличилась на 19% г./г. до 15,8 млрд руб. Поддержку выручке оказал рост доходов от транспортировки электроэнергии по сетям, составивший 33% г./г. за счет увеличения объемов передачи и средних тарифов. Однако негативным фактором стало снижение доходов за технологическое присоединение с 4,6 млрд руб. до 3,8 млрд руб. по причине сокращения общей мощности присоединений при увеличении количества договоров (число договоров с мощностью до 15 кВт выросло более чем на 1500 шт. в сравнении с 1П 2010 г.).

Резкое сокращение EBITDA обусловлено ограничением роста тарифов в

Резкое сокращение EBITDA в 1П 2011 г. на 72% г./г. до 1,7 млрд руб. обусловлено, в первую очередь, признанием компанией убытка от обесценения основных средств почти на 3 млрд руб. в связи с ограничением в 2011 г. роста тарифов на передачу электроэнергии правительством РФ. Также давление на этот показатель оказало увеличение наиболее весомых (47% операционных затрат) расходов по транспортировке электроэнергии на 42% г./г. из-за ежегодного повышения тарифов (ФСК и смежных сетевых организаций) при увеличении объемов транспортировки

2011 г.

компаний, а также расходов на оплату труда на 36% г./г.

Однако необходимо отметить, что операционный поток компании до изменений в оборотном капитале не сократился, а даже вырос на 64% г./г. до 5,1 млрд руб., что, на наш взгляд, гораздо лучше отражает положение дел. Чистый операционный поток сократился на 28% г./г. вследствие уменьшения кредиторской задолженности и прочих краткосрочных обязательств.

С переходом на RAB за 5 лет планируется инвестировать до 100 млрд руб.

В отчетном периоде инвестиции в 2,1 млрд руб. были полностью профинансированы из операционного потока компании. Наиболее важно здесь отметить, что в связи с введением регулирования тарифов по методике RAB (Regulatory Asset Base) в 2010 г., направленного на привлечение инвестиций в строительство и комплексную модернизацию сетей, компанией была разработана программа капвложений на 2011-2015 гг., в рамках которой предусматривается инвестировать до 100 млрд руб. до 2016 г. (по ~20 млрд руб. ежегодно). С учетом пересмотра тарифов и итогов 1 кв. 2011 г., программа на этот год была снижена на 40% с 22,6 до 15,6 млрд руб. (за 1П 2011 г. инвестировано ~2 млрд руб.), и будет профинансирована за счет тарифа на передачу электроэнергии (74%), платы за технологическое присоединение (20%) и прочих нетарифных источников.

Увеличение краткосрочного долга связано с предстоящим погашением по облигациям

Совокупный долг Ленэнерго с начала года вырос незначительно - на 6% до 16,7 млрд руб., при этом увеличение краткосрочной задолженности с 1,6 до 6,6 млрд руб. преимущественно связано с реклассификацией в краткосрочный долг облигационных выпусков 2 и 3 серии номиналом 6 млрд руб., погашение которых наступает в январе и апреле 2012 г. Компания планирует разместить новые выпуски облигаций на сумму 12 млрд руб. Объявлен конкурс по выбору организатора выпуска, итоги которого будут подведены 8 ноября 2011 г.

Долговая нагрузка на приемлемом уровне 2,1х (1,4х скоррект.), не исключаем ее рост

Долговая нагрузка (Чистый долг/ЕБИТДА) выросла с 1,3х на начало года до 2,1х на конец 1П 2011 г. в большей степени за счет существенного снижения показателя ЕБИТДА. С учетом корректировок ЕБИТДА, долговая нагрузка почти не изменилась, составив на конец отчетного периода 1,4х. При этом мы не исключаем роста долговой нагрузки в ближайшее время, с учетом необходимости реализации инвестиционной программы при ограничении роста тарифа. До конца 2011 г., в соответствии с ранее озвученными планами, капвложения компании могут превысить 13,5 млрд руб.

В настоящий момент на 2012-2014 гг. предполагается ограничение роста тарифов электросетевых компаний и корректировка инвестпрограмм, поэтому, с большой вероятностью, инвестиции Ленэнерго в будущем году, как и в этом, могут быть снижены. В презентации Холдинга МРСК, посвященной регулированию в условиях ограничения роста тарифов на 2012-2014 гг. и повышению эффективности инвестиционной и операционной деятельности компании, указано, что в 2012 г. рост тарифов дочерних компаний Холдинга составит лишь 6% (в 2011 г. увеличение тарифов Ленэнерго составило 15-17%), тогда как тариф ФСК будет увеличен на 7%. Также предполагается сокращение инвестпрограммы компании на 5-5,5 млрд руб. при увеличении долга до 27-29 млрд руб.

Обращающиеся облигации эмитента имеют низкую ликвидность, которая в целом характерна для энергетического сектора второго эшелона. В секторе электроэнергетики недооцененными бумагами являются рублевые евробонды RusHydr15 (YTM9,5%), которые предлагают премию около 70 б.п. к локальным выпускам эмитента (в частности, Русгидро-2) и включены в список внебиржевого РЕПО ЦБ.

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 |
| 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) 721 9900 |

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.