

Пульс рынка

- ▶ **Рынки вновь под влиянием "быков".** После небольшой паузы американские рынки акций продолжили рост, обновив исторические максимумы, а доходность 10-летних UST подросла до УТМ 1,96% (свопы поднялись до УТМ 2,10%). Одним из основных факторов продолжающейся игры на повышение является политика QE, проводимая как ФРС, так и ЦБ Японии (ослабление иены создало ожидание повышения выручки экспортеров). Кроме того, благодаря сокращению бюджетного дефицита быстрее ожиданий (по последним данным, на 458 млрд долл. до 642 млрд долл., или до 4% ВВП, в то время как в 2012 г. он составлял 7% ВВП) вопрос повышения потолка госдолга США технически откладывается (по оценкам экспертов, до октября-ноября). Дефицит в 1 кв. сократился за счет роста поступлений налогов в условиях позитивных изменений в экономике, а также секвестра в начале года. Улучшение ситуации на рынке недвижимости позволило ипотечным агентствам Fannie Mae и Freddie Mac повысить отчисления в казну. Также произошло снижение долговой нагрузки домохозяйств (при этом NPL 90+ уменьшился с 6,3% до 6,0%). Создается впечатление, что во всю работающий "печатный станок" позволит в этом году финансовым рынкам пережить май без традиционной коррекции. Из сегодняшней статистики интерес представляют данные по промпроизводству США за апрель, а также ВВП по еврозоне за 1 кв.
- ▶ **Премия по ОФЗ оправдана слабой конъюнктурой.** Сегодня Минфин проведет два аукциона по 10-летним ОФЗ 26211 (30 млрд руб.) и 5-летним ОФЗ 25081 (10 млрд руб.). Ориентиры по доходности были озвучены в диапазоне УТМ 6,60-6,65% и УТМ 6,18-6,23%, соответственно, с заметной премией к рынку по длинному выпуску 26211 (последние сделки вчера проходили по УТМ 6,58-6,62%). По 5-летним бумагам премия также присутствует (по нашим оценкам, 2 б.п.). Стоит отметить, что с начала мая рынок ОФЗ в целом продемонстрировал негативную ценовую динамику (доходность 10-летних бумаг выросла на 8 б.п.), что обусловлено спадом спроса со стороны нерезидентов (в условиях повышения доходностей базовых активов). Кроме того, усилилась неопределенность относительно снижения ключевых процентных ставок ЦБ РФ (инфляция за апрель (7,2%) оказалась выше ожиданий). В результате мы считаем, что наличие премии оправдано риском продолжения коррекции и рекомендуем участвовать ближе к верхним границам ориентиров (в рамках краткосрочной спекулятивной стратегии).
- ▶ **ОТП Банк: розничная модель дала сбой.** ОТП Банк представил финансовые результаты за 1 кв. 2013 г., которые оказались негативными как в целом по группе, так и России. Прибыль до уплаты налога российского ОТП Банка (-/Ba2/BB) упала на 45% кв./кв., что стало следствием высоких отчислений в резервы для покрытия проблемных кредитов (показатель cost of risk увеличился на 70% до 12,1%). Покрытие резервами NPL 90+ возросло на 4 п.п. до 96%, при этом качество кредитного портфеля продолжило ухудшаться: рост NPL 90+ составил 2,1 п.п. до 18,7%, что, помимо прочего, связано с замедлением темпов роста кредитования (с 13% в 4 кв. 2012 г. до 2%). Объем потребительских кредитов (55% портфеля) увеличился лишь на 4%. Стоит отметить расхождение данных в отчетности ОТП Банка по МСФО за 2012 г. с показателями, указанными в презентации ОТП Group: так, NPL 90+ по отчетности составил порядка 20,6%, а в презентации - 16,6%. Исходя из этого, скорее всего, в 1 кв. значение NPL 90+ по МСФО превысило 22%, что является высоким уровнем кредитного риска в сравнении с прибыльностью (чистая процентная маржа - 19%). В результате достаточность капитала (показатель Н1) снизилась на 1,3 п.п. до 14,9% на 1 апреля 2013 г., что все еще является комфортным значением. Еще одним источником риска (давления на капитал) является повышенное кредитование связанных банков (из ОТП Group), объем которого в 2012 г. увеличился почти в 6 раз до 10,65 млрд руб., что составляет ~40% собственного капитала. По нашему мнению, по качеству модели бизнеса ОТП Банк заметно уступает ведущим игрокам на рынке потребительского кредитования РФ (даже тем из них, которые имеют более слабый набор кредитных рейтингов, например, ТКС и БРС). Обращающиеся выпуски ОТП Банка имеют низкую ликвидность, котируясь со спредом к кривой ОФЗ на уровне 270-320 б.п. к погашению/оферте через <1,5 года. Лучшей альтернативой являются ТКС БО-4 (УТМ 10,4% @ апрель 2013 г.). Сегодня начался маркетинг 1,5-летних ТКС БО-12 номиналом 3 млрд руб. с ориентиром УТМ 10,51% - 11,04%.

Темы выпуска

- ▶ **РУСАЛ: временная передышка**

РУСАЛ: временная передышка

Цены на алюминий поддержали результаты

РУСАЛ опубликовал финансовые результаты по МСФО за 1 кв. 2013 г. На фоне временного повышения цен на алюминий на LME (+0,3% кв./кв., а фактически, по нашим оценкам, +3-4% из-за лага отражения цен) и дальнейшего роста премии, получаемой компанией к цене на LME, выручка выросла на 2% кв./кв., однако рост себестоимости производства несколько опередил выручку (+3% кв./кв.), что привело к незначительному снижению валовой рентабельности - на 0,4 п.п. При этом показатель EBITDA вырос на 11% кв./кв., рентабельность по EBITDA составила 9,2% против 8,4% кварталом ранее. Долговая нагрузка остается на высоком уровне - 11,9x Чистый долг/LTM EBITDA при стабильном размере Чистого долга (+1% кв./кв.). Компания предпринимает шаги по его снижению: в частности, после отчетной даты были реализованы ~2% акций НорНикеля за 620 млн долл., эти средства были направлены на досрочное погашение части кредита Сбербанка (4,59 млрд долл. до 2016 г.).

Риски рефинансирования невысоки

Краткосрочный долг на конец 1 кв. 2013 г. повысился до 1,3 млрд долл. (в марте 2014 г. предстоит оферта по облигациям РУСАЛ, 7 номиналом 15 млрд руб. (~485 млн долл.)). До конца 2013 г. компании необходимо рефинансировать до 600 млн долл. (по кредитам российских банков), и, по данным РУСАЛа, у него имеется договоренность с ВТБ и Газпромбанком о предоставлении кредитных линий. Более того, по информации менеджмента, после отчетной даты были получены дивиденды по акциям НорНикеля в размере ~600 млн долл., что значительно снижает риски рефинансирования для компании. Дополнительно в этом году возможно получение еще 600 млн долл. в качестве дивидендов в соответствии с рекомендацией СД НорНикеля (если они будут утверждены Общим собранием акционеров 6 июня 2013 г.).

Напомним, что в соответствии с заключенным соглашением, сумма дивидендов, выплачиваемых РУСАЛу в 2014 г. составит около 800 млн долл. (дополнительно +278 млн долл. в случае продажи непрофильных активов), в 2015 г. - также ~800 млн долл. В последующем дивиденды, выплачиваемые НорНикелем, будут составлять 50% от EBITDA компании по МСФО.

Ключевые финансовые показатели РУСАЛа

в млн долл., если не указано иное	1 кв. 2013	4 кв. 2012	изм.	1 кв. 2012	изм.
Выручка	2 682	2 624	+2%	2 882	-7%
Валовая прибыль	432	433	0%	425	+2%
Валовая рентабельность	16,1%	16,5%	-0,4 п.п.	14,7%	+1,4 п.п.
EBITDA	246	221	+11%	237	+4%
Рентабельность по EBITDA	9,2%	8,4%	+0,8 п.п.	8,2%	+1 п.п.
Чистая прибыль	19	-220	-	74	-3,9x
Операционный поток	84	183	-2,2x	350	-4,2x
Инвестиционный поток, в т.ч.	-88	-69	+27%	-121	-27%
Капвложения	-108	-133	-19%	-124	-13%
Финансовый поток	-198	-504	-2,5x	-329	-40%

в млн долл., если не указано иное	31 марта 2013	31 дек. 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	11 267	11 334	-1%
Краткосрочный долг	1 311	931	+41%
Долгосрочный долг	9 956	10 403	-4%
Чистый долг	10 968	10 829	+1%
Чистый долг/EBITDA LTM*	11,9x	11,8x	-

* EBITDA за последние 12 месяцев

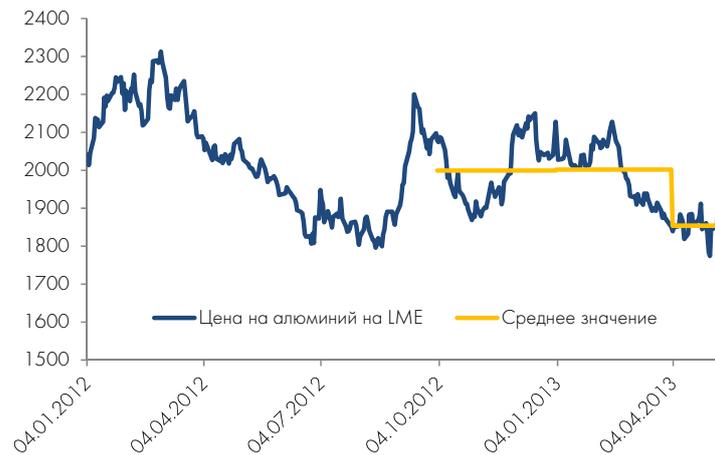
Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Объемы производства алюминия в 1 кв. снизились на 3% относительно предыдущего квартала до 1 млн т, при этом физические объемы реализации сократились на 1,7% кв./кв. до 994 тыс. т. Объемы продаж глинозема, напротив, выросли, однако их влияние на выручку компании незначительно (доля в выручке около 5%).

Опережающий рост себестоимости вызван укреплением рубля, повышением затрат на сырье и э/энергию

Несколько опережающий рост себестоимости продаж был обусловлен (1) укреплением рубля (+2,1% кв./кв.), (2) ростом затрат на сырье (+6% кв./кв.) в связи с большими объемами продаж глинозема и повышением цены его закупки (+4,3% кв./кв.) и (3) увеличением тарифа на э/энергию из-за недостаточного уровня воды на сибирских ГЭС в течение зимнего сезона. Непосредственно денежные затраты на производство алюминия (cash cost) выросли до 1 971 долл./т (1 934 долл./т в 4 кв. 2012 г.), при этом цена реализации алюминия составила 2 306 долл./т, а средняя спот-цена на LME - 2 003 долл./т. При этом сокращение коммерческих и общехозяйственных затрат поддержало EBITDA, рентабельность по этому показателю повысилась на 0,8 п.п. кв./кв. до 9,2%.

Цена на алюминий на LME, долл./т



Динамика цен на LME окажет давление на результаты 2 кв.

По нашим оценкам, на результаты 2 кв. окажет давление продолжающееся с марта снижение цен на алюминий (-7% кв./кв. на LME, -3-4% кв./кв. с учетом временного лага). Тем не менее, некоторую поддержку может оказать снижение цен на э/энергию (поскольку в контрактах компании они "привязаны" к ценам на алюминий), а также наблюдаемое ослабление рубля.

В 2013 г. рынок останется сбалансированным

В 2013 г. в целом, по прогнозам РУСАЛа, мировой рынок алюминия останется сбалансированным. При этом текущее сокращение производственных мощностей по-прежнему недостаточно для роста цен на алюминий. В частности, в Китае запланировано закрытие неэффективных мощностей (уже происходит) с целью балансировки спроса и предложения.

Капзатраты в 2013 г. останутся на уровне 2012 г.

Операционный денежный поток РУСАЛа в 1 кв. 2013 г. снизился до 84 млн долл. (против 183 млн долл. в 4 кв.) в результате инвестиций в оборотный капитал (142 млн долл.). Капвложения в 1 кв. составили 108 млн долл. По прогнозам менеджмента, капзатраты в 2013 г. останутся на уровне 2012 г. (~500 млн долл.). Основные проекты в 2013 г. - выведение Богучанской ГЭС на полную мощность к концу года (в марте начались первые продажи э/энергии на оптовом рынке), а также запуск Богучанского алюминиевого завода в 3 кв. 2013 г.

Облигации РУСАЛа неинтересны

Облигации РУСАЛ Братск-7,8 (УТР 13% к ofercie через 1-2 года) заметно отстают от динамики рынка, что обусловлено отсутствием улучшений в кредитном профиле эмитента, который по-прежнему характеризуется высокой долговой нагрузкой (операционного потока едва хватает для осуществления процентных платежей). Мы считаем, что при текущем уровне доходностей бумаг РУСАЛа на рублевом рынке существуют более интересные альтернативы с точки зрения кредитного риска (в частности, банковский сектор предоставляет большой выбор, в том числе на первичном рынке). Мы не ожидаем повышения котировок облигаций РУСАЛа ввиду сохраняющейся неопределенности развития рынка алюминия и высокой долговой нагрузки.

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.