

20 марта 2014 г.

Пульс рынка

- **FOMC предполагает более быстрое повышение ставок.** Итогом 2-дневного заседания FOMC стало продолжение сворачивания программы QE прежними темпами (на 10 млрд долл.), теперь ежемесячный объем выкупа UST и ипотечных бумаг составляет 55 млрд долл. В отношении экономики было указано, что ее рост замедлился в зимние месяцы, частично отражая неблагоприятные погодные условия. По-видимому, члены комитета считают ухудшение макропоказателей в январе-феврале временным явлением, которое не окажет существенного негативного влияния на экономику. Прогноз FOMC по росту ВВП в 2014 г. был несколько понижен - с 2,8-3,2% (на декабрьском заседании) до 2,8-3,0%. В то же время все члены комитета считают, что безработица не превысит 6,5% по итогам 2014 г. (и, по мнению большинства, составит 6,1-6,3%). Как и ожидалось, FOMC перешел от количественных к качественным характеристикам оценки состояния экономики, таким образом, снижение безработицы до 6,5% не означает автоматического повышения ключевой ставки. Дж. Йеллен ожидает повышения ставок через полгода после завершения QE, т.е. в июне 2015 г. при текущем темпе сворачивания. Большинство членов комитета ждут, что ключевая ставка в конце 2015 г. будет на уровне 1% (против 0,75% на предыдущем заседании), что предполагает повышение ставки на 25 б.п. на каждом заседании с середины 2015 г. Это не было учтено рынками: доходности 10-летних UST подскочили на 10 б.п. до YTM 2,77%, американские акции закрылись снижением на 0,6%.
- **Украинская премия еще не полностью отыграна.** Ралли в сегменте российских евробондов продолжилось: длинный выпуск Russia 42 подорожал на 2 п.п. до 94% от номинала. В настоящий момент длинные суверенные бумаги РФ котируются с G-спредом 250 б.п., в то время как при текущем уровне доходностей базовых активов этот спред должен составлять 200 б.п. Также бонды РФ все еще предлагают премию 40 б.п. к близким по дюрации и кредитным спредам выпускам Brazil 41 и SOAF 41, при этом до украинского конфликта был дисконт 0-50 б.п. Как следствие, мы считаем, что суверенные бонды РФ (а вместе с ними и корпоративные/банковские выпуски) сохраняют потенциал для опережающего ценового роста.
- **Группа ЛСР (-/B2/B): Москва пока не "покорилась".** Опубликованные вчера финансовые результаты компании за 2013 г. по МСФО мы оцениваем умеренно позитивно. За счет увеличения продаж квартир на ранних стадиях строительства (скорректированная выручка от проектов девелопмента выросла на 60% г./г. до 54 млрд руб.) денежный поток от операционной деятельности почти удвоился г./г. и достиг 21,7 млрд руб. Вкупе с относительно низкими капитальными затратами (3,6 млрд руб. против 6,6 млрд руб. в 2012 г.) это позволило компании заметно сократить долговую нагрузку. Чистый долг снизился на 7,3 млрд руб. до 28,2 млрд руб., что соответствует показателю Чистый долг/EBITDA на уровне 2,0х (против 2,7х в 2012 г.). В декабре 2013 г. ЛСР приобрела Рябовский завод керамических изделий (для производства в т.ч. и кирпича), расположенный в Санкт-Петербурге. Оплата была частично произведена передачей коммерческой недвижимости. Несмотря на выход на проектную мощность нового кирпичного завода в Павловском Посаде, в сегментах строительства и производства стройматериалов (совокупно генерируют 48% EBITDA) заметных улучшений не произошло. Их выручка выросла всего на 11% и 2%, соответственно, при этом в московском регионе наблюдался даже спад (в строительстве - на 7%, в производстве цемента - на 10%), что компания связывает со спецификой графика реализации проектов. Основной прирост продаж квартир произошел в Санкт-Петербурге (+94% до 529 тыс. кв. м.), тогда как в Москве они выросли лишь на 12% (до 104 тыс. кв. м.). По данным компании, в 2013 г. общий объем продаж на рынке недвижимости Санкт-Петербурга (основном регионе бизнеса ЛСР) вырос всего на 8% г./г. (до 2,7 млн кв. м), в то время как предложение новых объектов увеличилось на 47% г./г. (до 3,3 млн кв. м), что свидетельствует об избытке предложения и ограничивает рост цен. В 2014 г. ЛСР предстоит погасить 7,9 млрд руб. (в т.ч. БО-3,5 номиналом 4 млрд руб.), а также пройти оферту по ЛСР-3,4 (8 млрд руб.), что покрывается денежными средствами (5,9 млрд руб.) в сумме с ожидаемым операционным потоком. Последние сделки по выпуску ЛСР-3 проходили с YTP 12,8% @ сентябрь 2014 г., что выглядит интересным уровнем.

Темы выпуска

- **Alliance Oil: переоценка газовых активов снизила прибыль**

Alliance Oil: переоценка газовых активов снизила прибыль

**Смешанные
результаты
нейтральны для
кредитного профиля**

Вчера компания Alliance Oil (B-/-/B) опубликовала финансовые результаты за 2013 г. по МСФО, которые мы оцениваем нейтрально. Существенное падение чистой прибыли в 4 кв. связано с переоценкой газовых активов из-за снижения запасов газа и сокращения будущих темпов роста цен на газ в РФ. Суммарный неденежный убыток в 4 кв. превысил 174 млн долл. При этом в 4 кв. компания сгенерировала значительный операционный денежный поток, что позволило в разы снизить отрицательный свободный поток. Долговая нагрузка (Чистый Долг/EBITDA) немного сократилась - до 2,8х. Краткосрочная часть долга незначительна (179,5 млн долл.) и полностью покрывается денежными средствами на балансе.

Ключевые финансовые показатели Alliance Oil

в млн долл., если не указано иное	4 кв. 2013	3 кв. 2013	изм.	2013	2012	изм.
Выручка	950,2	1 013,7	-6%	3 745,6	3 445,2	+9%
EBITDA	196,5	176,3	+11%	701,8	726,5	-3%
Рентабельность по EBITDA	20,7%	17,4%	3,3 п.п.	18,7%	21,1%	-2,3 п.п.
Чистая прибыль	-81,2	61,7	н/а	64,6	420,8	-85%
Чистая рентабельность	-8,5%	6,1%	-14,6 п.п.	1,7%	12,2%	-10,5 п.п.
Операционный денежный поток	301,2	18,0	+16,7х	488,9	569,9	-14%
Капитальные вложения	-314,5	-165,2	+90%	-799,0	-806,6	-1%
Свободный денежный поток	-13,3	-147,2	+91%	-310,2	-236,7	-31%
в млн долл., если не указано иное				31 дек. 2013	30 сент. 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				2 269,0	2 177,9	+4%
Краткосрочный долг				179,5	485,8	-63%
Долгосрочный долг				2 089,5	1 692,2	+23%
Чистый долг				1 976,7	1 902,0	+4%
Чистый долг/EBITDA LTM*				2,8х	2,9х	

*EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: Alliance Oil, оценки Райффайзенбанка

**Рост объемов
реализации нефти
связан с ростом
загрузки НПЗ**

По нашим расчетам, в 4 кв. Alliance Oil увеличила объемы продаж нефти, включая внутригрупповую реализацию, на 64% кв./кв., что, вероятно, связано с повышением загрузки Хабаровского НПЗ, т.к. чистая выручка от реализации сырой нефти сократилась на 11% кв./кв. до 163,6 млн долл. При этом продажи нефтепродуктов упали на 8% кв./кв., а выручка сократилась на 7% до 804,8 млн долл. В результате в 4 кв. снижение общей выручки составило 6% кв./кв.

**Мы ожидаем
стагнации
собственной добычи**

Напомним, что в 2013 г. планы компании включали рост добычи углеводородов более чем на 10% в год до 2015 г. Мы же считаем, что уже в 2014 г. рост будет ниже этих прогнозов, т.к. потенциал роста добычи газовых месторождений был выработан в 2013 г., а нефтяных - в 2012 г. В результате мы полагаем, что компании придется увеличивать закупки сырой нефти для увеличения загрузки собственного НПЗ.

**Рентабельность
восстанавливается
после наводнения**

По нашим оценкам, EBITDA компании в 4 кв. выросла на 11% кв./кв. до 196 млн долл., а рентабельность по этому показателю - с 17,4% в 3 кв. до 20,7% в 4 кв. Рост рентабельности связан с сокращением на 11% расходов на производство нефтепродуктов (до 516 млн долл.) и падением на 71% (до 11 млн долл.) прочих расходов. В целом же за год рентабельность по EBITDA упала с 21,1% до 18,7%, что связано со снижением эффективности перерабатывающего сегмента из-за увеличения стоимости сырья и существенного роста прочих операционных расходов (более чем в 2 раза) по причине наводнения в регионе.

Существенный рост денежного потока обеспечен сокращением рабочего капитала

Несмотря на сокращение выручки и рентабельности, в 4 кв. 2013 г. компании удалось в разы увеличить чистый операционный денежный поток до 301 млн долл. Столь резкий рост был обусловлен резким сокращением инвестиций в оборотный капитал, что положительно сказалось на денежном потоке (+145,7 млн долл.). Однако его было недостаточно для финансирования капитальных вложений, которые ожидаемо выросли (+90%, до 314,5 млн долл.). Мы полагаем, что и в 2014 г. компании потребуется дополнительное финансирование из-за больших капитальных вложений, которые, по нашим оценкам, могут составить 550-650 млн долл. Также, вероятно, заемные средства могут потребоваться на обслуживание долга (кредит ГПБ на 1,2 млрд долл.), привлеченного для выкупа акций с рынка на компанию Alford, находящуюся за периметром консолидации Alliance Oil. Напомним, тот факт, что, по данным, полученным от руководства компании, этот долг фактически будет обслуживаться Alliance Oil, и вызвал понижение агентством S&P рейтинга компании на одну ступень до B- (с негативным прогнозом).

VOSTOK 15 самые доходные среди коротких бондов РФ

В результате "украинских" распродаж бонды VOSTOK 15 (YTM 9,6%) и VOSTOK 20 (YTM 10,2%) оказались среди наиболее пострадавших. В начале этой недели произошло некоторое восстановление котировок, однако, короткие и длинные бумаги сейчас все еще ниже (на 2 и 6 п.п., соответственно) уровней начала марта (когда украинская тема еще не была центральной). Мы считаем короткие VOSTOK 15 перепроданными (вероятность дефолта/реструктуризации, по нашему мнению, незначительна).

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Рост ВВП РФ в 2013 г. — 1,3%

МЭР прогнозирует рост ВВП в 1 кв. 2014 г. только на 1%

Инфляция

Инфляция в январе: на шаг ближе к 6%

Инфляция: так ли страшен валютный шок?

Валютный рынок

«Мифы» о рубле

Минфин не выйдет на открытый валютный рынок с покупками, пока ЦБ проводит интервенции

В новый год без целевых интервенций

Рубль и валюты других стран GEM: есть разница

Монетарная политика ЦБ

Заседание ЦБ по ставкам завтра: без перемен

Рынок облигаций

Нерезиденты или резиденты чаще «угадывают» рынок ОФЗ?

Euroclear начнет расчеты с локальными негосударственными облигациями, но не со всеми

Рынок облигаций так и не увидит пенсионные накопления за этот год

Платежный баланс

А. Клепач: отток капитала будет больше влиять на курс рубля, чем цены на нефть

Ухудшение платежного баланса усиливает риски ослабления рубля

Ликвидность

Курс рубля и ставки денежного рынка: сильна ли связь?

В феврале продолжится тенденция к ухудшению условий на денежном рынке

Бюджет

Дефицит федерального бюджета в 2013 г. — 310,5 млрд руб., или 0,5% ВВП

Конвертация трансферта в Резервный фонд на открытом рынке: быть или не быть

Долговая политика

План по заимствованиям: объем в обмен на премию

Банковский сектор

В декабре банки РФ сократили корпоративное кредитование

ЦБ приведет нормативы ликвидности к стандартам Базель 3

Минфин предлагает повысить отчисления в ССВ

Еще 3 банка ушли с рынка

Уточнение к Базель 3: не всякая санация приводит к loss-absorption

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	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	РМК
Евраз	Русал
Кокс	Северсталь
Металлоинвест	ТМК
ММК	Nordgold
Мечел	Polyus Gold
НЛМК	
Норильский Никель	Uranium One
Распадская	

Транспорт

НМТП	Трансконтейнер
Совкомфлот	Brunswick Rail
	Globaltrans (НПК)

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Мегафон

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

Х5	Лента
Магнит	
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис

Электроэнергетика

Мосэнерго	РусГидро
МОЭСК	ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

АИЖК	Банк Центр-инвест	ЛОКО-Банк	Сбербанк
Альфа-Банк	ВТБ	МКБ	ТКС Банк
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ЕАБР	НОМОС Банк	ХКФ Банк
	Газпромбанк	ОТП Банк	
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал	РСХБ	

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

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

Торговые операции

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. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.