



26 февраля 2015 г.

## Мировые рынки

### Инвесторы ставят на дефляцию в еврозоне, несмотря на QE

Вчера новостной фон оказался малонасыщенным. Очередное выступление Дж. Йеллен не принесло новых подробностей относительно монетарной политики ФРС (фактором, сдерживающим повышение ключевой ставки, выступает низкий темп роста зарплат). Доходности 10-летних UST опустились еще на 3 б.п. до YTM 1,95%. Несмотря на одобрение Еврогруппой плана реформ Греции, интерес инвесторов к европейскому риску остается низким, о чем свидетельствует результат вчерашнего аукциона по размещению 5-летних бондов Германии на 3 млрд евро с негативной доходностью. Отметим, что отрицательные доходности по активам, считающимся безрисковыми (как например, UST), свидетельствуют или о кризисе доверия внутри банковской системы, или об ожиданиях устойчивой дефляции. Возможно, инвесторы не предполагают, что запускаемая в марте программа QE окажется эффективным инструментом для предотвращения дефляционных рисков.

## Рынок ОФЗ

Плавающие ОФЗ пользуются спросом, несмотря на ухудшение конъюнктуры. Сохраняем рекомендации 1) покупать ОФЗ 24018, 29011 и, соответственно, продавать 3, 5-летние IRS; 2) занимать длинные позиции в краткосрочных и короткие позиции в длинных ОФЗ (с DV01>0, т.е. чистая позиция в ОФЗ должна быть короткой).

На вчерашнем аукционе Минфину удалось реализовать весь предложенный объем (10 млрд руб.) бумаг выпуска 29011 при спросе 25 млрд руб. Средневзвешенная цена на уровне 93,05% от номинала лишь на 50 б.п. оказалась ниже цены, сложившейся на аукционе в прошлую среду (когда была 3-кратная переподписка). С начала недели в результате снижения суверенного рейтинга РФ агентством Moody's и увеличения предложения на продажу со стороны нерезидентов доходности ОФЗ с фиксированным купоном выросли на 100 б.п. (длинные (ОФЗ 26207) достигли YTM 12,65%, краткосрочные - YTM 13,5%). Мы считаем рост доходностей оправданным с точки зрения инфляционных рисков, однако основным вопросом остается решение ЦБ по ключевой ставке (заседание состоится 13 марта). На рынке по-прежнему доминируют ожидания агрессивного снижения ставки в ближайшее время: длинные и краткосрочные ОФЗ предполагают снижение ставки РЕПО ЦБ на 250 б.п. и 350 б.п., соответственно. Несмотря на негативную ценовую динамику ОФЗ, кривая IRS почти не изменилась. Существенный арбитраж между плавающими ОФЗ (с учетом текущих котировок IRS) и классическими ОФЗ сохраняется.

## Рынок корпоративных облигаций

### РУСАЛ: девальвация улучшила компанию до неузнаваемости. См. стр. 2

Облигации РУСАЛ-8 (YTP 20,5% @ апрель 2015 г.) и РУСАЛ-7 (YTP 18,5% @ февраль 2016 г.) котируются с небольшой премией к ставке РЕПО, учитывая низкую ликвидность выпусков (большая часть бумаг РУСАЛ-7 была выкуплена в ходе оферты). Исходя из значительного снижения кредитного риска (действительно, благодаря девальвации операционный денежный поток эмитента увеличился настолько, что долговая нагрузка уже не выглядит столь высокой), мы считаем данный уровень доходности справедливым.

### VimpelCom Ltd: не так страшен долг, как его валюта. См. стр. 3

В настоящий момент бонды ВымпелКома котируются с заметной премией (>180 б.п.) к выпускам МТС и почти на одном уровне с бумагами Евраза. В сравнении с Евразом бумаги ВымпелКома выглядят несколько недооцененными. В сегменте телекомов недооцененным выглядит выпуск AFKSRU 19 (YTM 12,9%), который предлагает одну из самых высоких доходностей среди российских корпоративных бумаг и имеет избыточную премию >450 б.п. к бондам своей дочки MOBTEL 20. Рублевые евробонды VIP 18, котирующиеся с YTM 15,7% (РЕПО + 70 б.п.), выглядят дорого, предполагая агрессивное снижение ставки.

## РУСАЛ: девальвация улучшила компанию до неузнаваемости

**Существенное улучшение показателей из-за девальвации рубля**

РУСАЛ (-/-/-) опубликовал финансовые результаты за 4 кв. 2014 г., демонстрируя, как и все экспортеры (доля экспорта - 80%), существенное улучшение кв./кв. основных показателей за счет ослабления локальных валют относительно доллара США, а также благоприятной ценовой конъюнктуры (рост премий к цене на LME). В результате успешной второй половины года операционного денежного потока компании за 2014 г. хватило не только на капвложения, но и на обслуживание долга, а ранее, напомним, РУСАЛу приходилось рассчитывать только на дивиденды Норникеля. Долговая нагрузка в терминах Чистый долг/ЕБИТДА LTM за 4 кв. снизилась значительно - с 10,3х до 5,8х, а для целей ковенанта (при расчете в ЕБИТДА LTM включаются дивиденды от Норникеля) этот показатель, по нашим оценкам, составил 3,7х, что приведет к снижению стоимости долга (по данным компании, по PXF с 3 марта 2015 г.).

### Ключевые финансовые показатели РУСАЛа

в млн долл., если не указано иное	4 кв. 2014	3 кв. 2014	изм.	2014	2013	изм.
Выручка	2 496	2 477	+1%	9 357	9 760	-4%
Валовая прибыль	787	619	+27%	2 134	1 331	+60%
Валовая рентабельность	31,5%	25,0%	+6,5 п.п.	22,8%	13,6%	+9,2 п.п.
ЕБИТДА	651	470	+38%	1 514	651	+2,3х
Рентабельность по ЕБИТДА	26,1%	19,0%	+7,1 п.п.	16,2%	6,7%	+9,5 п.п.
Чистая прибыль	282	220	+28%	293	-3 322	-
Операционный поток	800	415	+1,9х	1 398	408	+3,4х
Инвестиционный поток, в т.ч.	522	315	+66%	514	978	-47%
Капвложения	125	110	+14%	465	538	-14%
Финансовый поток	-985	-583	+69%	-1 900	-1 159	+64%

  

в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2014	30 сент. 2014	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	9 407	10 290	-9%
Краткосрочный долг	447	532	-16%
Долгосрочный долг	8 960	9 758	-8%
Чистый долг	8 837	9 917	-11%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	5,8х	10,3х	-

\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Рост ценовых премий нивелировал эффект от сезонного сокращения объемов**

Выручка за 4 кв. практически не изменилась кв./кв. (+1% до 2,5 млрд долл.) на фоне:

- сезонного сокращения объемов продаж алюминия и сплавов на 3% кв./кв. до 874 тыс. т и
- роста средних цен реализации на 5% кв./кв. до 2 419 долл./т исключительно благодаря повышению премии к котировкам на LME на 8% до 429 долл./т.

**Рост премий и снижение себестоимости из-за ослабления локальных валют повысили рентабельность**

В основном в связи с существенным ослаблением локальных валют (в частности, рубля и украинской гривны) относительно доллара США денежная себестоимость продолжила снижаться (-4% кв./кв. до 1671 долл./т), а в совокупности с увеличением ценовой премии на продукцию компании это привело к значительному росту ЕБИТДА (+38% кв./кв.). Рентабельность по ЕБИТДА за 4 кв. повысилась с 19% до 26,1%.

**Ожидаем, что в 1 кв. 2015 г. ослабление рубля пока еще окажет поддержку**

В 1 кв. 2015 г. мы ожидаем, что дальнейшую поддержку показателям окажет ослабление рубля, но стоит учитывать и снижение цен на металл на LME (на 7% в среднем с начала этого года). Однако с учетом премий средняя цена реализации РУСАЛа может и не снизиться. Также в целом на 2015 г. РУСАЛ прогнозирует инфляцию издержек (в основном это расходы на электроэнергию) на уровне 15-20%.

Компания в целом прогнозирует рост спроса на алюминий (за исключением Китая) на уровне 3% г./г. в 2015 г., а также наличие ценовых премий из-за локального дефицита металла, в частности, в Северной Америке и Европе. В Китае по-прежнему предложение превышает

спрос из-за растущего объема мощностей, что приводит к снижению фьючерсных котировок на алюминий на Шанхайской бирже. Последнее, по данным компании, должно привести к сокращению неэффективных мощностей на 1,5-2 млн т и замедлению роста объема производства.

**Операционного потока было достаточно для капвложений и выплаты процентов**

На фоне роста прибыли, а также высвобождения средств из оборотного капитала (135 млн долл.) чистый операционный поток вырос почти вдвое кв./кв. до 800 млн долл. Этих средств было достаточно для финансирования капвложений в объеме 125 млн долл. и выплаты процентов - 153 млн долл. В 4 кв. также были получены дивиденды от Норникеля на сумму 580 млн долл. В результате компания в декабре погасила долг в объеме 300 млн долл., а также увеличила собственные денежные средства на 200 млн долл. до 570 млн долл.

**Долговая нагрузка снизилась до 5,8х с 10,3х**

Общий долг сократился на 9% за 4 кв., Чистый долг - на 11% до 8,8 млрд долл., показатель Чистый долг/ЕБИТДА LTM достиг более приемлемого значения 5,8х (10,3х на конец 3 кв., 17х на конец 2 кв.).

Облигации РУСАЛ-8 (УТР 20,5% @ апрель 2015 г.) и РУСАЛ-7 (УТР 18,5% @ февраль 2016 г.) котируются с небольшой премией к ставке РЕПО, учитывая низкую ликвидность выпусков (большая часть бумаг РУСАЛ-7 была выкуплена в ходе оферты). Исходя из значительного снижения кредитного риска (действительно, благодаря девальвации операционный денежный поток эмитента увеличился настолько, что долговая нагрузка уже не выглядит столь высокой), мы считаем данный уровень доходности справедливым.

**Ирина Ализаровская**

irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru  
+7 495 721 9900 (8674)

**Денис Порывай**

denis.poryvay@raiffeisen.ru  
+7 495 221 9843

## VimpelCom Ltd: не так страшен долг, как его валюта

**Оптимистичный прогноз на 2015 г., за исключением долговой нагрузки**

VimpelCom Ltd (BB/Вa3/-) опубликовал результаты за 4 кв. 2014 г. по МСФО, на которые сильное влияние оказала девальвация рубля. Без учёта валютных колебаний в 4 кв. на большинстве рынков присутствия наблюдалось улучшение динамики, а прогноз менеджмента на 2015 г. подразумевает дальнейшее улучшение операционных показателей, даже несмотря на продолжающееся укрепление доллара США к функциональным валютам. Прогноз по показателю Чистый долг/ЕБИТДА на 2015 г. выглядит негативно - ожидается рост до 3,2х, однако, это связано исключительно с девальвацией основных валют. В частности, при составлении прогноза VimpelCom Ltd использовал курс рубля к доллару на уровне 70 долл./руб. и евро/доллар на уровне 1,1. При менее консервативных прогнозах курсов валют долговая нагрузка должна оказаться ниже.

### Ключевые финансовые показатели VimpelCom Ltd

в млн долл., если не указано иное	4 кв. 2014	4 кв. 2013	изм.	2014	2013	изм.
Выручка	4 391	5 552	-21%	19 627	22 546	-13%
ЕБИТДА	1 600	1 013	+58%	7 970	8 260	-3%
Рентабельность по ЕБИТДА	36,4%	18,2%	+18,2 п.п.	40,6%	36,6%	+4 п.п.
Чистый убыток	-1 057	-5 251	-5,0х	-903	-4 088	-4,5х
Операционный поток	1 398	2 010	-30%	5 279	6 351	-17%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-906	-1 503	-40%	-3 977	-4 213	-6%
Капвложения	1 034	1 342	-23%	4 489	3 955	+13%
Финансовый поток	261	-1 030	-	1 329	-2 575	-

в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2014	30 сент. 2014	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	26 443	27 714	-5%
Краткосрочный долг	2 789	2 760	+1%
Долгосрочный долг	23 654	24 954	-5%
Чистый долг	20 101	21 862	-8%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	2,5x	2,5x	-

\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

В 2015 г. руководство VimpelCom Ltd ожидает незначительного снижения выручки (flat to low-single digit), снижения рентабельности по ЕБИТДА в пределах 1 п.п. и планирует, что отношение капложений к выручке останется на уровне 20%. Прогноз выглядит оптимистично, особенно в части рентабельности и инвестиций. VimpelCom Ltd объясняет свои прогнозы контролем издержек и прохождением основной фазы инвестиционного цикла.

Долговая нагрузка составила 2,5x Чистый долг/ЕБИТДА на конец 2014 г. Прогноз на конец 2015 г. - 3,2x, подразумевающая дальнейшую девальвацию рубля и евро. При этом Vimpelcom Ltd планирует продажу сотовых вышек в Италии за ~1 млрд евро и ожидает, что рефинансирование долга Wind в прошлом году и завершение конфликта с алжирским правительством в начале этого года позволит снизить процентные выплаты примерно на 700 млн долл. в год, что должно привести к росту операционного денежного потока. Таким образом, на наш взгляд, прогноз выглядит консервативно, и мы ожидаем, что реальный показатель может оказаться ниже.

#### Выпуск AFKSRU 19 остаются недооцененными

В настоящий момент бонды ВымпелКома котируются с заметной премией (>180 б.п.) к выпускам МТС и почти на одном уровне с бумагами Евраза. В сравнении с Евразом бумаги ВымпелКома выглядят несколько недооцененными. В сегменте телекомов недооцененным выглядит выпуск AFKSRU 19 (YTM 12,9%), который предлагает одну из самых высоких доходностей среди российских корпоративных бумаг и имеет избыточную премию >450 б.п. к бондам своей дочки МОВТЕЛ 20. Рублевые евробонды VIP 18, котирующиеся с YTM 15,7% (РЕПО + 70 б.п.), выглядят дорого, предполагая агрессивное снижение ставки.

**Сергей Либин**

sergey.libin@raiffeisen.ru

+7 495 221 9838

**Денис Порывай**

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843



## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Слабая макростатистика ноября: риски более серьезного падения ВВП в 2015 г.

### Валютный рынок

Валютные директивы: насколько силен эффект на курс?

ЦБ запускает полноценное валютное кредитование

Рубль «пришел в чувства»

Валютного коридора больше нет

### Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

### Рынок облигаций

Кривая ОФЗ уплощается ниже ставок РЕПО

Не пора ли покупать ОФЗ?

В Ломбардный список могут попасть бумаги даже без рейтинга

### Платежный баланс

Рубль не заметил улучшения платежного баланса

### Инфляция

Инфляция: все выше и выше

### Ликвидность

Ставки МБК: в шатком равновесии

Взлет ставок денежного рынка: кризис доверия и дефицит рублевой ликвидности

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ экстренно повысил ключевую ставку до 17%

### Бюджет

Минфин закладывает траты из Резервного фонда

В 2015 г., вероятно, придется тратить Резервный фонд

### Банковский сектор

Новые послабления для поддержки банков «на плаву»

ЦБ включает антикризисные механизмы

Экстренное удорожание фондирования от ЦБ не должно сильно сказаться на марже банков

Валютное РЕПО с ЦБ с рублевым залогом  $\neq$  рублевое РЕПО + FX SWAP

Лишь треть проданной ЦБ валюты осела в банках РФ.



# #RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

## Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

### Нефтегазовая отрасль

Башнефть	Новатэк
БКЕ	Роснефть
Газпром	Татнефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

### Транспорт

Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
------------	-------------------

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Лента
Магнит	
О'Кей	

### Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

### Машиностроение

Гидромашсервис

### Электроэнергетика

РусГидро  
ФСК

### Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

### Прочие

АФК Система

### Финансовые институты

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



# #RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

## АО «Райффайзенбанк»

---

Адрес	119121, Смоленская-Сенная площадь, 28
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. 8674
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

### Продажи

---

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

### Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Карина Клевенкова		(+7 495) 721-9983
Илья Жила		(+7 495) 221 9843

---

### 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
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

**ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ.** Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень АО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность 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 и другие финансовые инструменты. 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.