

Пульс рынка

- ▶ **Внешний фон остается умеренно негативным.** В отсутствие новостей из США и еврозоны рискованные активы продемонстрировали умеренно негативную ценовую динамику (индексы акций просели на 0,5%), доходность 10-летних UST снизилась на 4 б.п. до УТМ 1,64%. По-видимому, инвесторы консервативно настроены в отношении экономического симпозиума в Джексон Хоул, который стартует в пятницу. Снижение цен на нефть (до 112,5 долл./барр.) вчера не нашло отражения в котировках российских евробондов по причине выходного дня в Лондоне.
- ▶ **ВЭБ и Казначейство предлагают относительно длинную ликвидность.** На сегодняшнем аукционе Казначейство предложит 3-месячные депозиты в объеме 38,4 млрд руб. с минимальной ставкой 6,9% годовых. В четверг ВЭБ проведет аукцион по размещению пенсионных средств на годовые депозиты в объеме 40 млрд руб. с минимальной ставкой 8,15% годовых. Учитывая дефицит длинной рублевой ликвидности в банковской системе, мы ожидаем высокий спрос на эти средства, при этом средневзвешенные ставки могут оказаться заметно (на 50 б.п.) выше минимальных ставок. После уплаты налогов задолженность по РЕПО с ЦБ вчера увеличилась на 310 млрд руб., превысив 1,5 трлн руб., ставки междилерского о/п РЕПО поднялись на 50 б.п. до 5,84% годовых, а остатки на депозитах в ЦБ упали на 147 млрд руб. до 91 млрд руб. Сегодня ЦБ расширил лимит по операциям РЕПО (о/п и 7 дней) до 1,65 трлн руб. (+250 млрд руб. к предыдущему уровню), что должно несколько компенсировать произошедший отток средств в бюджет. Стоит отметить, что усиление напряженности на денежном рынке не смогло перевесить фактор снижения котировок нефти Brent: сегодня бивалютная корзина на открытии торгов подорожала на 20 копеек до 35,65 руб.
- ▶ **Госбанки не сбавляют активность на "первичке".** ВТБ (BBB/Baa1/BBB) начал маркетинг годового выпуска БО-8 номиналом 10 млрд руб. с ориентиром УТР 8,14-8,4%, который предполагает спред к кривой ОФЗ в размере 175-200 б.п., что несет некоторую премию к обращающимся выпускам ВТБ-5 (7,9% @ октябрь 2013 г.) и ВТБ-6 (7,7% @ июль 2013 г.). Лучшей альтернативой размещаемым бумагам ВТБ, на наш взгляд, являются облигации МСП Банк-1, которые торгуются с УТР 8,9% @ март 2014 г., что соответствует спреду к кривой ОФЗ на уровне 230 б.п. Кроме того, стоит учесть высокую активность ВТБ на первичном рынке: так, в июле-августе банк разместил евробонды в объеме 1,5 млрд долл. и 400 млн сингапурских долл., а сегодня начался маркетинг 4-летнего выпуска в швейцарских франках. Поэтому спреды евробондов ВТБ остаются расширенными (ценовой рост происходит медленнее рынка). Это также должно, по нашему мнению, транслироваться в большую премию на локальном рынке облигаций. Об острой потребности в ликвидности у некоторых, судя по всему крупных, банков свидетельствует последний аукцион Казначейства, на котором один банк привлек 40 млрд руб. сроком на 3 месяца под ставку 7,3% годовых (что на 50 б.п. выше минимальной ставки).
- ▶ **Не слишком щедрое предложение от Росбанка.** Росбанк (-/Baa3/BBB+) вышел на "первичку" с 2-летним выпуском БО-4 номиналом 10 млрд руб. и ориентиром УТР 9,25-9,52%, который соответствует спреду к кривой ОФЗ в размере 260-285 б.п., что, на наш взгляд, ниже рынка (принимая во внимание автономный кредитный рейтинг банка на уровне Ba2). Более интересной альтернативой в сегменте бумаг банков инвестиционной категории является недавно размещенный 2-летний выпуск МСП Банк-2, который предлагает УТР 9,41%.

Темы выпуска

- ▶ **Русал: временное улучшение**

Русал: временное улучшение

В условиях падения цен компания смогла улучшить рентабельность кв./кв.

Русал (-/-/-) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2012 г. В условиях продолжающегося падения мировых цен на алюминий компания смогла продемонстрировать улучшение финансовых показателей относительно предыдущего квартала. При снижении выручки на 2% кв./кв. показатель EBITDA вырос на 38% кв./кв., рентабельность по EBITDA достигла 11,6% против 8,2% кварталом ранее. Рост долговой нагрузки при некотором снижении объема долга обусловлен резким сокращением LTM EBITDA из-за ухудшения конъюнктуры, начиная со 2П 2011 г. Напомним, что компания договорилась о ковенантных "каникулах" на этот год, а также о восстановительном периоде (2013 г.).

Ключевые финансовые показатели Русала

в млн долл., если не указано иное	2 кв. 2012	1 кв. 2012	изм.	1П 2012	1П 2011	изм.
Выручка	2 830	2 882	-2%	5 712	6 323	-10%
Валовая прибыль	515	422	+22%	937	2 046	-2,2x
Валовая рентабельность	18,2%	14,6%	+3,6 п.п.	16,4%	32,4%	-16 п.п.
EBITDA	327	237	+38%	564	1 425	-2,5x
Рентабельность по EBITDA	11,6%	8,2%	+3,4 п.п.	9,9%	22,5%	-12,6 п.п.
Чистая прибыль	-37	74	-	37	779	-21,0x
Операционный поток	348	350	-1%	698	922	-24%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-108	-121	-11%	-229	-218	+5%
Капвложения	-142	-124	+14%	-266	-234	+14%
Финансовый поток	-159	-329	-2,1x	-488	-879	-44%

в млн долл., если не указано иное	30 июня 2012	31 марта 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	11 477	11 684	-2%
Краткосрочный долг	471	231	+2,0x
Долгосрочный долг	11 006	11 453	-4%
Чистый долг	10 855	11 126	-2%
Чистый долг/EBITDA LTM*	6,6x	5,4x	-

* EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка снизилась за счет объемов и цен реализации, но не столь сильно из-за лага в отражении котировок LME

Объемы производства алюминия во 2 кв. остались практически на уровне предыдущего кв. (-0,5%), при этом физические объемы реализации снизились на 2,6% кв./кв. из-за эффекта высокой базы (поскольку в 1 кв. была признана часть продаж 4 кв. 2011 г.). Во 2 кв. при падении котировок на алюминий на LME на 9% кв./кв. цена реализации Русала снизилась лишь на 2% в связи с тем, что котировки на LME отражаются в ней с лагом в 1-1,5 месяца (в 1 кв. было повышение цен на LME на 4,2% кв./кв.), а также в связи с ростом премии за продукцию компании (новый рекорд - 191 долл./т).

При снижении объемов продаж алюминия (-2,6% кв./кв.), а также цен реализации (-2% кв./кв.) выручка компании сократилась лишь на 2% кв./кв. за счет увеличения продаж фольги и прочей продукции в результате реализации накопленных запасов. Доля продукции с добавленной стоимостью продолжила расти во 2 кв. и составила 38% (37% в 1 кв. 2012 г.).

Повышение рентабельности за счет ослабления рубля и снижения цен на сырье

В то же время себестоимость продаж во 2 кв. снижалась опережающими выручку темпами (-6% кв./кв.) благодаря ослаблению рубля, сокращению затрат на сырье (пересмотр ряда закупочных контрактов, заключение новых), снижению цен на нефть (в производстве используется мазут), а также оптимизации производства. Денежные расходы (cash cost) по производству алюминия снизились на 0,8% до 1 947 долл./т. В результате валовая рентабельность повысилась на 3,6 п.п. кв./кв. до 18,2%. Рентабельность по EBITDA увеличилась также на 3,4 п.п. до 11,6%.

Ожидаем ухудшения показателей, мировые цены продолжают снижаться	<p>По итогам 2 кв. был получен чистый убыток в размере 37 млн долл. из-за разовой неденежной статьи - обесценение стоимости боксито-глиноземного актива Friguia в Гвинеи (-167 млн долл.).</p> <p>В 3 кв. 2012 г. мы ожидаем ухудшения финансовых показателей компании в связи с тем, что наблюдаемое фактическое падение котировок на LME найдет отражение в ценах реализации Русала. Пока мировые цены на алюминий продолжают снижаться (-6,3% за июль-август), несмотря на сокращение производственных мощностей и отложенный ввод новых.</p>
Утверждена программа по повышению эффективности производства	<p>В целях повышения эффективности компанией была утверждена программа, в рамках которой планируется закрыть низкорентабельные заводы Русала в Европейской части России и на Урале с сокращением мощностей на 275 тыс. т (7% от объемов производства за 2011 г.) до конца 2018 г.: 150 тыс. т во 2П 2012 г., 90 тыс. т до конца 2015 г. и еще 40 тыс. т до конца 2018 г. Эти мощности планируется замещать новыми производствами (в частности, строящимися - БЕМО, Тайшет) с более низкой себестоимостью (за счет более дешевой электроэнергии, вырабатываемой сибирскими ГЭС). По оценкам Русала, в результате реализации программы cash cost производства алюминия (сейчас 1 947 долл./т) сократится на 30 долл./т.</p>
Основные инвестиции - строительство завода Тайшет	<p>В 2012 г. основным инвестиционным проектом для компании остается алюминиевый завод Тайшет (остаток финансирования - 1,12 млрд долл., запуск первой фазы намечен на 2013 г.). Объем капзатрат на вторую фазу проекта пока не рассматривался и, по прогнозам менеджмента, не должен превысить бюджет первой фазы.</p>
	<p>Операционный денежный поток в 1П 2012 г. снизился менее существенно, чем EBITDA - на 24% г./г. до 698 млн долл., поскольку из оборотного капитала было высвобождено 126 млн долл. против инвестиций в объеме 444 млн долл. в 1П 2011 г. Этих средств было достаточно для осуществления необходимых капвложений (266 млн долл.), а также частично для погашения задолженности.</p>
Краткосрочный долг покрывается имеющейся ликвидностью	<p>Отметим, что в 1 кв. 2012 г. компания полностью погасила/рефинансировала краткосрочную задолженность 2012 г. (635 млн долл.). В 1П 2013 г. компании предстоит погасить около 450 млн долл., что полностью покрывается накопленными денежными средствами компании (622 млн долл.). В качестве дополнительного финансирования могут быть использованы дивиденды по акциям Норильского Никеля (получены в августе в объеме 267 млн долл.).</p>
Облигации Русала неинтересны	<p>Доходности Русал Братск-7,8 (УТР 14,5% при дюрации 1,4 и 2,31 лет) с середины мая выросли на 200-300 б.п. Мы не ожидаем восстановления аппетита к риску бумаг третьего эшелона ввиду сохраняющейся неопределенности развития внешнего рынка.</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

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

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

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

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

Прочие

АФК Система

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика июня: ни шатко, ни валко

Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

Инфляция

Инфляцию по осени считают

Валютный рынок

ЦБ готовится к худшему

Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ключевые ставки неизменными

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Рынок облигаций

Облигации госбанков: осторожность в выборе не помешает

Промышленность

Промпроизводство: иллюзия роста?

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Ликвидность: ЦБ в поисках новых инструментов рефинансирования

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ: исключение или новое правило?

Бюджет

Бюджет не дает надежду на ликвидность

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
Павел Папин		(+7 495) 225 9184
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 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 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
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807

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.