

1 ноября 2013 г.

Пульс рынка

- **Фиксация прибыли продолжилась.** Негативные настроения, вызванные итогом заседания FOMC, сохранились и вчера: американские индексы потеряли 0,4%, доходности 10-летних UST поднялись на 2 б.п. (YTM 2,56%). Инвесторы проигнорировали позитивную макростатистику по Китаю (значение PMI в октябре вышло лучше ожиданий). Сегодня влияние на рынки могут оказать данные по промпроизводству в США.
- **ЦБ охладит потребительский "пыл" банков.** По информации ЦБ РФ, доля просроченных потребкредитов выросла с 5,9% до 7,7% за январь-октябрь этого года, при этом регулятор ожидает дальнейшего ухудшения ситуации как минимум до середины 2014 г., когда проявится эффект от ужесточения регулирования. В частности, с марта 2014 г. планируется повысить резервы по всем кредитам, выданным с начала года. Так, для кредитов без просрочки отчисления в резервы повысятся с 2% до 3%, а по NPL 1-30 дней - с 6% до 8%. Помимо этого ЦБ РФ намеревается ограничить размер процентных ставок по потребкредитам, которые не должны превышать среднюю ставку в конкретном сегменте более чем на треть. Ограничение процентной ставки будет касаться всех финансовых организаций, выдающих кредиты населению (в том числе и МФО). Эти изменения учтены в поправках к законопроекту о потребительском кредитовании (сейчас рассматривается Госдумой). Мы отмечаем, что готовность банков выдавать потребкредиты даже в условиях ухудшения их качества (в этом году, несмотря на заметный рост NPL, темпы потребкредитования не сильно снизились, составив +37,3% г./г. на 1 сентября 2013 г.) обусловлена высокой чистой процентной маржой, которая пока покрывает риски. Так, для обеспечения прибыльности (в предположении, что каждый 10-й заемщик окажется неплатежеспособным) достаточно установить ставку на уровне 25-30% (в зависимости от уровня административных расходов). Увеличение частоты дефолтов регулируется пропорциональным увеличением ставки. Регулятор, по сути, пресекает такой чисто арифметический подход, ведущий на самом деле к накоплению кредитного риска, и стимулирует банки тщательнее оценивать кредитоспособность клиентов. По нашему мнению, эта мера ударит, прежде всего, по розничным банкам, специализирующимся на кредитах с высокой процентной ставкой (например, ТКС Банк).
- **Новая ставка купона Росводоканала (Fitch: BB-) с премией к рынку.** Ставка купона по выпуску РВК Финанс-3 номиналом 3 млрд руб. на период после оферты (запланированной на 14 ноября) была установлена на уровне 9,6% годовых (на 60 б.п. выше ставки текущего купона), что соответствует YTM 9,83% к погашению через 2 года и премии к кривой ОФЗ в размере 353 б.п. Напомним, что из нефинансовых эмитентов 2-го эшелона недавно на первичный рынок выходила компания Х5 (B+/B2/-), которая разместила 3-летние БО-3 номиналом 5 млрд руб. со ставкой купона 8,85% годовых (YTM 9,05% = ОФЗ + 260 б.п.). Кредитный профиль Росводоканала характеризуется умеренной долговой нагрузкой: по данным менеджмента, чистый долг составил 4,65 млрд руб. на 1П 2013 г., при этом, по нашим оценкам, его отношение к LTM EBITDA - 2,04x. В сравнении с бумагами Х5 новая ставка купона по РВК Финанс-3 предполагает, на первый взгляд, довольно щедрую премию - 90 б.п. Однако компания имеет высокую долю короткого долга (>70%). Кроме того, капитальные затраты (650 млн руб. в 1П 2013 г.) превышают размер чистого операционного потока (336 млн руб.). Также к недостаткам стоит отнести высокую изношенность основных средств (около 60%). Эти факторы, по нашему мнению, наряду с низкой ликвидностью выпуска оправдывают наличие премии. Повышенный спрос на корпоративные бумаги обусловлен небольшим их предложением на "первичке".
- **Рост проектов ГМС вызвал недовольство S&P.** Агентство снизило рейтинг ГМС на 1 ступень до "В" с негативным прогнозом, приведя в качестве обоснования ухудшение ликвидной позиции. В нашем комментарии к отчетности по МСФО за 1П 2013 г. мы указывали на вероятное повышение долговой нагрузки (в терминах Чистый долг/LTM EBITDA) выше 3,0x (с 2,5x на 1П 2013 г.) вследствие реализации инвестпроектов, которые потребуют увеличения оборотного капитала (за счет нового долга). В то же время риски краткосрочного рефинансирования умеренны: после отчетной даты компания рефинансировала банковские кредиты на 4,58 млрд руб., а доступные ликвидные средства (4 млрд руб., по данным ГМС, на конец сентября 2013 г.) на ~90% покрывают долг к погашению до конца 2014 г. Облигации ГМС-2,3 имеют низкую ликвидность и котируются в диапазоне YTW 9,8-10,3% к погашению/оферте через 1,5-2 года, что соответствует спреду к кривой ОФЗ в размере 350-380 б.п. Эта премия выглядит несколько избыточной для корпоративных облигаций категории В. Средняя ставка по долгу ГМС составляет 9,3%.

Темы выпуска

- Alliance Oil: "уходит" от миноритариев

Alliance Oil: "уходит" от миноритариев

Основной акционер планирует полностью консолидировать компанию

Вчера Alliance Group, владеющая 45% обыкновенных акций Alliance Oil Company (B/-/B) и контролируемая семьей Бажаевых, объявила об оферте на выкуп акций у прочих акционеров Alliance Oil, владеющих ее обыкновенными и привилегированными акциями. Alliance Group намерена полностью консолидировать компанию и провести ее делистинг. Предложение предусматривает выкуп обыкновенных акций по цене 60 шведских крон и по цене 313 шведских крон за одну привилегированную акцию. Таким образом, Alliance Group предлагает 4% премию к цене обыкновенных акций до объявления. Сделка предусматривает и оферту на выкуп конвертируемых облигаций (номиналом 265 млн долл.) за 278.25 млн. долл., что соответствует цене выкупа 105% от номинала с премией 2,3 п.п. к текущим котировкам VOSTOK 14.

Представители компании заявили, что решение о консолидации было принято основным акционером для оптимизации расходов и более эффективного развития. При этом акционеры не намерены продавать компанию в ближайшем будущем, и консолидация не связана со слухами о возможном ее приобретении. На телеконференции менеджмент в очередной раз подтвердил, что переговоры о продаже компании не велись и не ведутся.

Напомним, в июле в СМИ появилась информация, что Роснефть ведет переговоры с основным акционером Alliance Oil о покупке его доли или всей компании. Несколько позже в СМИ появились предположения о том, что Alliance Oil может быть интересна новой структуре Э. Худайнатов, который покинул Роснефть и намерен консолидировать небольших нефтяных игроков в России, среди которых могут быть активы Alliance Oil.

Одобрить сделку планируется 2 декабря 2013 г.

Собрание акционеров для одобрения сделки намечено на 2 декабря 2013 г. Сделка будет одобрена в случае согласия 75% голосов участвующих в собрании акционеров. Сама Alliance Group также сможет проголосовать своим пакетом акций. Основным партнер компании Repsol, владеющий около 3% голосов, согласился на предложенные условия.

В пресс-релизе указано, что эта транзакция (выкуп акций (1,2 млрд долл.) и конвертируемых бондов VOSTOK 14 (278 млн долл.)), будет осуществлена за счет кредита ГПБ, который привлекается на компанию Alford, находящейся за периметром консолидации Alliance Oil Company. Как следствие, сделка (в случае ее одобрения) не приведет к увеличению долговой нагрузки, размер которой ограничивается ковенантой по евробонду на уровне 3,5x в терминах Чистый долг/LTM EBITDA.

Мы считаем, что активы Alliance Oil могут представлять интерес для Роснефти в силу возможной синергии. Роснефть может позволить себе большие приобретения: за будущие поставки нефти компания получит от китайских компаний авансы свыше 80 млрд долл. Однако не исключено, что для получения одобрения от ФАС компания может быть продана не самой Роснефти, а некому SPV, что не позволит полностью нивелировать текущую премию бондов VOSTOK к кривой Роснефти/Газпрома.

Рублевые облигации НК Альянс неликвидны. Длинные выпуски Альянс-4,6 котируются на уровне YTM 9,0-9,3% @ июнь 2016 г. (=ОФЗ + 270-300 б.п.). Евробонды VOSTOK 20 (YTM 6,3%) вчера взлетели в цене на 2,6 п.п., опередив рынок, в результате их спред к бумагам Роснефти/ТНК-ВР сузился до 180 б.п. Такая динамика, вероятно, объясняется уверенностью участников рынка в том, что компания будет приобретена более сильным акционером. В связи с этим бонды имеют потенциал для дальнейшего ценового роста в рамках сужения премии к кривой Роснефти/Газпрома.

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	СУЭК
ММК	ТМК
Мечел	Nordgold
НЛМК	Polyus Gold
Норильский Никель	Uranium One
Распадская	

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

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

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

[«Мантры» стимулирования экономики](#)

[Промпроизводство РФ в августе: на нуле](#)

[Макростатистика августа: инвестиционный пессимизм](#)

Инфляция

[Инфляция в РФ «заходит на посадку»](#)

Валютный рынок

[ЦБ продолжает ослаблять контроль над курсом](#)

[Минфин не будет покупать валюту по новой схеме в 2013 г. — почти нейтрально для рубля](#)

[Рубль и валюты других стран GEM: есть разница](#)

Монетарная политика ЦБ

[Тихая революция монетарной политики?](#)

Рынок облигаций

[ОФЗ: лебедь, рак и щука](#)

[Приход Euroclear/Clearstream в корпоративный сегмент «повис в воздухе»](#)

Платежный баланс

[МЭР планирует повысить прогноз оттока капитала](#)

[Профицит торгового баланса демонстрирует постоянство: нейтрально для рубля](#)

Ликвидность

[Ликвидность: ставки по осени считают?](#)

[Новый аукцион ЦБ - иллюзия снижения ставок?](#)

[Аукцион ЦБ: дефицита ликвидности нет?](#)

Бюджет

[Приватизация - не панацея](#)

[Досрочное "распечатывание" ФНБ](#)

[Для экономических стимулов ничего не жалко, даже Резервного фонда](#)

[Бюджетная арифметика вселяет надежды](#)

Долговая политика

[Минфин в 3 кв. планирует разместить ОФЗ на 270 млрд руб.](#)

Банковский сектор

[В поиске экономических стимулов акцент сместился на банковскую систему](#)

[Новые уточнения к Положению №395-П](#)

[Валютные метаморфозы: новый фактор спроса на госфондирование](#)

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
Антон Кенякин		(+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. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.