

Пульс рынка

- ▶ **Рубль относительно стабилен, несмотря на снижение нефти и угрозы санкций от США.** Новостной фон вчера был ненасыщенным, интерес представляют лишь данные по инфляции в Германии (в октябре +0,7% г./г., на уровне ожиданий), которые отражают наличие дефляционных рисков в еврозоне (их сдерживание требует запуска программы QE от ЕЦБ). После сообщений НАТО о пересечении российскими войсками границы с Украиной (которое было опровергнуто Минобороны РФ) состоялось заседание СБ ООН. На нем представители США повторили, что, по их мнению, Россия виновна в отсутствии прогресса в процессе мирного урегулирования конфликта и невыполнении взятых на себя обязательств, и необходимо продолжить оказывать давление на РФ. Нефть Brent упала ниже 80 долл./барр. на фоне нежелания стран ОПЕК сокращать добычу нефти и продолжающегося роста запасов в США. Стабильность рубля (46,3 руб./долл.) в условиях низких цен на нефть и угрозы ужесточения санкций свидетельствует о спекулятивном характере наблюдавшегося на прошлой неделе резкого ослабления рубля, которое сошло на нет благодаря объявленным мерам ЦБ (удешевление валютного РЕПО, готовность проведения экстренных нерегулярных интервенций, возможное ужесточение предоставления рублевой ликвидности).
- ▶ **Альфа-Банк (BB+/Ba1/BBB-): новый "суборд" имеет более интересные альтернативы.** Несмотря на низкий аппетит иностранных инвесторов к российским активам (о чем свидетельствует недавнее размещение Газпрома, которому даже по годовым бондам пришлось предложить заметную премию), Альфа-Банк все-таки решил выйти на рынок с длинными "субордами" в долларах (срок погашения через 10 лет, с правом выкупа по усмотрению эмитента через 5 лет). Ориентир по доходности находился в диапазоне 9,5-9,75% год., итоговая ставка была установлена по нижней границе. По своим параметрам этот выпуск аналогичен бондам SBERRU 24 (размещены в феврале), который котируется с YTC 8,9%. Таким образом, премия к ним составляет всего 60 б.п., в то время как старшие выпуски эмитентов имеют спред 135 б.п. (ALFARU 21 - SBERRU 21). По нашему мнению, установленная ставка предполагает слишком низкую стоимость 5-летнего call-опциона, которая в условиях возросшей волатильности базовых активов (UST) должна транслироваться в дополнительную премию в доходности не ниже 100 б.п. В сравнении со старым "субордом" ALFARU 19 (YTM 7,8-8%) новый "суборд" эмитента (с условием loss-absorption, что добавляет 50-100 б.п. к доходности) без call-опциона оценивался бы на уровне YTM 9-9,5%, т.е. с его учетом справедливая доходность составляла бы YTM 10-10,5%. Лучшей альтернативой выпуску мы считаем "суборд" SBERRU 24. На 1 сентября общая достаточность капитала (H1.0) Альфа-Банка составила 12%, капитала 1-го уровня - 6,98%, снизившись с начала года на 65 б.п. и 80 б.п., соответственно, из-за высокого темпа корпоративного кредитования (+19,3% г./г. на 1 октября против +7% в 2013 г.) в т.ч. и по причине переоценки валютных кредитов. Также давление на капитал оказывают и повышенные отчисления в резервы по "плохим" кредитам. В то же время острой необходимости в капитале у Альфа-Банка пока нет.
- ▶ **Ускорение падения импорта несильно помогает рублю.** По данным ФТС, падение импорта из стран дальнего зарубежья (хороший опережающий индикатор динамики всего импорта) в октябре усилилось в сравнении с сентябрем (-10,1% г./г. против -8,3% г./г.). У сокращения импорта в последние месяцы две основные причины: снижение закупок с/х продукции, а также машин и оборудования. Но в октябре падение импорта оборудования существенно замедлилось из-за всплеска закупок летательных аппаратов и электрооборудования, что может носить разовый характер, и в целом падение рубля должно привести к продолжению негативной тенденции в этой категории. Основной же отрицательный эффект оказало почти двукратное ускорение сокращения импорта с/х продукции (-14% г./г. против -8% г./г. в сентябре) из-за продуктового эмбарго (в основном за счет падения импорта фруктов и орехов (-21% г./г. против -10% г./г. в сентябре)). При этом импорт мяса (-20% г./г.), молока (-70% г./г.) и овощей (-51 г./г.) продолжает падать практически теми же темпами, что и в предыдущие месяцы. В октябре к указанным факторам добавилось неожиданное сокращение закупок химической продукции на 6% г./г. (+2% г./г. в сентябре), причем без наличия каких-либо статистических эффектов, а также более выраженное падение импорта текстиля, одежды и обуви (на 23% г./г. против 10% г./г. месяцем ранее), что согласуется с ослаблением роста продаж непродовольственных товаров. В целом мы ожидаем, что темпы падения импорта в ноябре-декабре 2014 г. могут несколько ускориться, но при достаточно слабых показателях экспорта мы не прогнозируем сильного улучшения профицита текущего счета. В результате, на наш взгляд, эта часть платежного баланса не должна создавать существенного позитивного влияния на рубль до конца года.

Темы выпуска

- ▶ **Газпром нефть: сильные результаты, несмотря на падение цен на нефть**
- ▶ **VimpelCom Ltd: улучшения идут медленно, но верно**

Газпром нефть: сильные результаты, несмотря на падение цен на нефть

Рост чистого долга на 25% не угрожает кредитному профилю

Вчера Газпром нефть (BBB-/Ваа2/BBB) опубликовала сильные финансовые результаты за 3 кв. 2014 г. по МСФО. Несмотря на снижение цен на нефть в 3 кв., компания увеличила рентабельность по EBITDA на 3,2 п.п. (до 22,5%) и смогла сгенерировать значительный свободный денежный поток (9 млрд руб.). Для сравнения, Роснефть, которая опубликовала отчетность 30 октября, сократила рентабельность на 1,2 п.п. до 20%. Чистый долг Газпром нефти увеличился на 25% до 271 млрд руб. в основном из-за выплаты промежуточных дивидендов (18,1 млрд руб.) и приобретений (8,1 млрд руб.). В результате Чистый Долг/EBITDA вырос с 1,1х до 1,4х. Но компания сохраняет высокий запас прочности: денежные средства на балансе составляют 100 млрд руб., что почти в два превышает краткосрочный долг (51 млрд руб.).

Ключевые финансовые показатели Газпром нефти

в млрд руб., если не указано иное	3 кв. 2014	2 кв. 2014	изм.	9М 2014	9М 2013	изм.
Выручка	431 647	429 338	+1%	1 246 155	1 117 346	+12%
EBITDA	97 061	82 939	+17%	255 440	228 441	+12%
Рентабельность по EBITDA	22,5%	19,3%	+3,2 п.п.	20,5%	20,4%	+0,1 п.п.
Чистая прибыль	52 579	51 216	+3%	143 079	141 139	+1%
Чистая рентабельность	12,2%	11,9%	+0,3 п.п.	11,5%	12,6%	-1,1 п.п.
Операционный поток	82 617	74 582	+11%	228 176	219 912	+4%
Капвложения	-73 391	-59 127	+24%	-180 976	-142 437	+27%
Свободный поток	9 226	15 455	-40%	47 200	77 475	-39%
в млрд руб., если не указано иное				30 сент. 2014	30 июнь 2014	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				418 388	369 541	+13%
Краткосрочный долг				51 275	56 331	-9%
Долгосрочный долг				367 113	313 210	+17%
Чистый долг				271 422	216 604	+25%
Чистый долг/EBITDA LTM*				1,40х	1,08х	-

*EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: пресс-релиз компании, оценки Райффайзенбанка

Сильные производственные показатели в сегменте добычи

В 3 кв. добыча углеводородов выросла на 4,6% кв./кв. до 122,85 млн барр. н.э. благодаря росту показателей СП с НОВАТЭКом – СеверЭнергии. Так, добыча нефти увеличилась на 4,2% до 98,17 млн барр., газа – на 6,1% до 4,2 млрд куб. м. Мы полагаем, что и в 2014 г. основной рост операционных показателей обеспечат газовые активы (главным образом, СеверЭнергия). Напомним, по итогам 2014 г. менеджмент Газпром нефти прогнозирует рост добычи углеводородов более чем на 5%.

Переработка восстанавливается после ремонтных работ

В 3 кв. объем переработки нефти вырос на 2,8% кв./кв. до 11,46 млн тонн в основном за счет Омского НПЗ (+6,1% кв./кв.), который смог повысить производительность после спада во 2 кв. из-за ремонтных работ. На фоне повышенного спроса Газпром нефть увеличила продажи нефтепродуктов через премиальные каналы на 9,5% кв./кв. до 7,2 млн тонн. Так, среднесуточная реализация через одну АЗС выросла на 9% кв./кв. до 20,7 тыс. литров. Экспортные продажи нефтепродуктов сократились на 13% кв./кв., в основном за счет перенаправления поставок на внутренний рынок. Мы полагаем, что в следующем году объемы переработки изменятся незначительно, компания будет продолжать программу модернизации заводов, и увеличит объем выпуска высококачественных светлых нефтепродуктов. Увеличение объемов переработки привело к небольшому сокращению реализации сырой нефти (-2,9% кв./кв.).

Отметим, менеджмент подтвердил, что Московский НПЗ не мог стать причиной загрязнения воздуха в Москве два дня назад, т.к. технически невозможен выброс некоторых веществ найденных в воздухе. Остановка НПЗ не планируется.

Перераспределение потоков нефти увеличило рентабельность Выручка в 3 кв. увеличилась на 1% кв./кв. до 431,6 млрд руб.: падение доходов от продаж сырой нефти (-12% кв./кв., или -8,1 млрд руб.) было компенсировано ростом выручки по нефтепродуктам (+3,3% или +11,3 млрд руб.). Несмотря на снижение рентабельности экспорта из-за падения цен на нефть (-7 долл. за барр. кв./кв.), Газпром нефть смогла повысить рентабельность по EBITDA с 19,3% до 22,5% (сам показатель вырос на 17% до 97 млрд руб.), чему способствовало перераспределение потоков нефти (увеличение переработки) и рост премиальных продаж.

Капитальные вложения отстают от плана Капитальные вложения выросли на 24% кв./кв. до 73 млрд руб., что не помешало компании сгенерировать положительный свободный денежный поток в размере 9 млрд руб. В целом за 9М 2014 г. капвложения составили 181 млрд руб. (55% от первоначального плана). Напомним, ранее менеджмент ожидал их роста до 330 млрд руб. в 2014 г., а в 2015 г. - падения до 255 млрд руб. Однако в ходе телеконференции менеджмент не подтвердил прогноз на 2015 г., так как в данный момент инвестпрограмма корректируется.

Бонды SIBNEF 22, 23 продолжают нести премию 60 б.п. к кривой Газпрома, что отражает финансовые санкции, введенные против Газпром нефти. В текущих условиях мы не видим потенциала для ценового роста бумаг. Лучшей альтернативой (с точки зрения доходности и рыночных рисков) являются короткие бонды LUKOIL 15 (YTM 5,2%), TMENRU 16 (YTM 5,45%).

VimpelCom Ltd: улучшения идут медленно, но верно

По-прежнему слабые результаты, но повод для оптимизма все же есть

VimpelCom Ltd (BB/Ba3/-) вчера опубликовал отчетность за 3 кв. 2014 г. по МСФО, которую пока трудно назвать хорошей, но определенные позитивные моменты в ней все же присутствуют. К примеру, соотношение Чистый долг/EBITDA снизилось с 2,6х во 2 кв. 2014 г. до 2,5х, а темпы сокращения выручки и EBITDA замедлились по сравнению с 1П 2014 г. Также был подтвержден прогноз по динамике этих показателей на 2014 г. (снижение до 6% г./г. (low to mid single digit) в локальных валютах), что подразумевает дальнейшее улучшение ситуации в 4 кв. 2014 г.

Ключевые финансовые показатели VimpelCom Ltd

в млн долл., если не указано иное	3 кв. 2014	3 кв. 2013	изм.
Выручка	5 145	5 685	-9%
ЕБИТДА	2 205	2 474	-11%
Рентабельность по EBITDA	42,9%	43,5%	-0,6 п.п.
Чистая прибыль	104	255	-59%
Операционный поток	1 610	1 675	-4%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-801	-979	-18%
Капвложения	-1 063	-972	+9%
Финансовый поток	-91	-316	-71%
в млн долл., если не указано иное	30 сентября 2014	30 июня 2014	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	27 714	29 022	-5%
Краткосрочный долг	2 760	3 276	-16%
Долгосрочный долг	25 653	25 852	-3%
Чистый долг	21 736	23 242	-6%
Чистый долг/EBITDA LTM*	2,5х	2,6х	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Темпы снижения
выручки и
рентабельности
замедляются**

В 3 кв. 2014 г. выручка VimpelCom Ltd снизилась на 9% г./г. в долларах США, или на 3% г./г. в локальных валютах, что лучше динамики 1П 2014 г. (-11% и -6%, соответственно) и консенсус-прогноза. Улучшение отчасти произошло благодаря бухгалтерскому эффекту от признания выручки в размере ~50 млн евро в Италии в 3 кв. (получение средств произойдет в 4 кв.). Помимо этого, стоит отметить замедление темпов снижения выручки в России с -6% г./г. в 1П 2014 г. до -3% г./г., за счет ускорения роста выручки от мобильной передачи данных, а также роста абонентской базы. Рентабельность по EBITDA сократилась в годовом выражении, в первую очередь, из-за оптимизации тарифов в России, роста затрат на использование частот и коммунальные услуги на Украине и технических неисправностей в Пакистане. С другой стороны, позитивный эффект на рентабельность оказал тот же бухгалтерский эффект в Италии, а также рост EBITDA г./г. в Казахстане за счет эффекта низкой базы (списание части оборудования в 3 кв. 2013 г.). В результате рентабельность снизилась на 0,6 п.п., но осталась на достаточно высоком уровне.

**Есть поводы ожидать
дальнейшего
снижения долговой
нагрузки**

Чистый долг сократился на 1,5 млрд долл. по сравнению со 2 кв. 2014 г. до 21,7 млрд долл. за счет курсовых разниц и продажи канадского подразделения. Показатель Чистый долг/EBITDA снизился с 2,6x во 2 кв. до 2,5x. VimpelCom Ltd подтвердил свой прогноз на конец года на уровне 2,4x, что с учетом годового прогноза EBITDA подразумевает снижение чистого долга еще на 1 млрд долл. В ходе телеконференции менеджмент заявил, что основной объем погашений на 2015 г. - около 2 млрд долл. - приходится на российское подразделение, и решение о рефинансировании или погашении задолженности будет приниматься по мере приближения срока погашения. С учетом наличия на балансе денежных средств объемом около 6 млрд долл. и доступных кредитных линий (2,3 млрд долл.), риск рефинансирования не выглядит значительным. К тому же, ожидается, что в результате рефинансирования долга WIND и продажи доли в алжирском Djazzy государственному фонду, процентные расходы снизятся на 700 млн долл. в год, что приведет к росту операционного денежного потока и, как следствие, снижению долговой нагрузки.

**Итальянские вышки
помогут снизить долг**

Руководство также прокомментировало недавние публикации в прессе по поводу продажи телекоммуникационных вышек в Италии, заявив, что сделку планируется закрыть в 1 кв. 2015 г. Отметим, что в прессе озвучивались оценки на уровне 700 млн евро, таким образом, продажа может привести к снижению показателя Чистый долг/EBITDA на 0,1x. Помимо этого, менеджмент VimpelCom Ltd сообщил, что переговоры о создании СП с Hutchison в Италии пока не увенчались успехом. Отвечая на вопрос по поводу конкурса на лицензии 3G на Украине, который, как ожидается, будет проведен в 1 кв. 2015 г., руководство VimpelCom Ltd заявило, что как крупнейший оператор в стране они, безусловно, заинтересованы в получении лицензии, однако не собираются делать этого по непривлекательной цене. Напомним, что начальная стоимость лицензии оценивается в 180 млн долл., и ее условия включают инвестиции в конверсию военных частот объемом порядка 120 млн долл. в течение нескольких лет.

**Есть более
интересные
альтернативы
бондам
ВымпелКома**

Ситуация с АФК Система оказала негативное давление и на котировки бондов МТС, которые сейчас котируются с минимальным дисконтом к кривой ВымпелКома. Мы считаем бумаги МТС лучшей альтернативой выпускам ВымпелКома: при реализации базового сценария, когда Система лишается Башнефти без значительного штрафа, кредитное качество МТС останется высоким. Рублевые евробонды VIP 18, котирующиеся с YTM 12,5%, выглядят неинтересно, например, в сравнении с IRS или рублевым бондом RSHB 18 (YTM 13,5%), который недавно был включен в Ломбардный список.

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика сентября: тень роста

Производство: начало импортозамещения или статистический выброс?

Валютный рынок

Готов ли рубль к свободному плаванию?

Валютное РЕПО: ЦБ РФ выстроил мощную линию обороны вдали от фронта

ЦБ решился на предоставление валюты через свопы

Долговая политика

Амбициозный план по размещению ОФЗ не означает агрессивного предложения

Рынок облигаций

Спред к ОФЗ > 200 б.п.: новая реальность или временная диспропорция?

Без пенсионных накоплений: нейтрально для ОФЗ, негативно для остальных

Облигации регионов: доходная возможность или новые риски?

Платежный баланс

Рубль не заметил улучшения платежного баланса

Инфляция

Инфляция в 8,1% не предел?

Запрет на импорт: роста цен не избежать

Ликвидность

ЦБ готов поддержать рынок длинной ликвидностью

ЦБ упрощает процедуру получения рефинансирования

Монетарная политика ЦБ

Новые оттенки денежно-кредитной политики ЦБ РФ

Бюджет

Минфин закладывает траты из Резервного фонда

В 2015 г., вероятно, придется тратить Резервный фонд

Банковский сектор

Банки РФ продолжают наращивать рублевое кредитование и выводить средства со счетов нерезидентов

Компании аккумулируют средства для выплаты внешнего долга в 4 кв.

Интервенции ЦБ временно покрыли дефицит валюты

Несмотря на дефицит валютного фондирования, банки не сокращают «лонг» в валюте

Для погашения 100 млрд долл. в 2015 г. потребуется вмешательство ЦБ

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	Транснефть
Газпром нефть	
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Транспорт

НМТП	Brunswick Rail
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансконтейнер	

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

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
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
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 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. 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](#).