

## Пульс рынка

---

- ▶ **Япония готовит QE.** Либерально-демократическая партия, победившая на недавних выборах в Японии, готовит программу выкупа активов, включающую казначейские облигации в объеме 558 млрд долл., которая направлена на преодоление дефляционного тренда в экономике (целевым является уровень инфляции потребительских цен в 1%). Объем этой программы выглядит значительным. Для сравнения, QE4 в США, в рамках которой в этом году ФРС выкупит с рынка ценные бумаги (казначейские облигации и ипотечные ценные бумаги) составляет 1 трлн долл. Подробности станут известны на заседании ЦБ Японии, которое назначено на 21-22 января. Если среди членов FOMC уже есть мнение о целесообразности сворачивания стимулирующих мер (в частности, Ч. Плоссер видит в QE4 высокие инфляционные риски, которые не позволят домохозяйствам в полной мере восстановить свои финансы), то ЦБ Японии, напротив, может в ближайшее время "включить печатный станок". Этот фактор может затормозить повышение доходностей UST в этом году (согласно консенсус-прогнозу, к концу года доходность 10-летних UST составит YTM 2,27% с текущего уровня YTM 1,87%). На сегодняшнем выступлении в Университете Мичигана Б. Бернанке, вероятно, прольет свет на монетарную политику ФРС (о наличии разногласий свидетельствует стенограмма с последнего заседания комитета). Финансовые рынки двигались в рамках бокового тренда, по-видимому, постновогоднее ралли сошло на нет. Как мы и ожидали, коррекция в суверенных бондах РФ продолжилась: котировки индикативного выпуска Russia 42 просели еще на 0,7 п.п.
- ▶ **И все-таки 14-я поправка?** В письме Б. Обаме лидер демократов призывает президента воспользоваться 14-й поправкой к Конституции США в случае, если с республиканцами не удастся достичь компромисса по вопросу потолка госдолга. Напомним, что она обязывает президента предпринять любые законные действия (если необходимо, без одобрения Конгресса) для того, чтобы гарантировать, что США не нарушат своих обязательств. Усилившиеся в последнее время спекуляции на тему использования лазеек в законодательстве для увеличения/отмены потолка госдолга косвенно свидетельствуют о том, что повторения сценария августа 2011 г. (когда из-за разногласий республиканцев и демократов по госдолгу был понижен рейтинг США) удастся избежать.
- ▶ **На этой неделе, как и в целом в январе, ситуация с ликвидностью останется комфортной, но роста ставок можно опасаться уже на следующей неделе.** Январь традиционно является наиболее благоприятным месяцем с точки зрения ситуации с банковской ликвидностью, так как именно в это время начинает в полной мере ощущаться произошедшее в декабре масштабное вливание бюджетных средств. Мы ожидаем, что на этой неделе за счет постепенного снижения корсчетов (которые пока значительно выше среднего уровня - 1 150 млрд руб. против 700-750 млрд руб.) и возврата наличности (~80 млрд руб.) дефицит ликвидности продолжит снижаться. В связи с этим однодневные ставки денежного рынка продолжают колебаться на уровне 5,0-5,5%. Однако на эту неделю приходится почти 150 млрд руб. погашений депозитов Казначейства РФ, а ведомство, как мы считаем, изымет в этом месяце большую часть размещенных в банках средств (387,54 млрд руб.). Кроме того, в первый месяц года традиционно наблюдается высокий профицит бюджета. Все это будет сдерживать дальнейшее снижение ставок, которые могут возобновить рост уже на следующей неделе с уплатой НДС до 21 января. В моменты уплаты основных налогов (НДПИ до 25 января, налога на прибыль до 28 января) мы считаем возможным их краткосрочное повышение до 6%.

## Темы выпуска

---

- ▶ Заседание ЦБ РФ: не время для изменений
  - ▶ Акрон нарастил трейдинг
-

## Заседание ЦБ РФ: не время для изменений

Мы не ждем от ЦБ изменения ставок 15 января

Снижение ставок в 1 кв. 2013 г., по нашему мнению, крайне маловероятно

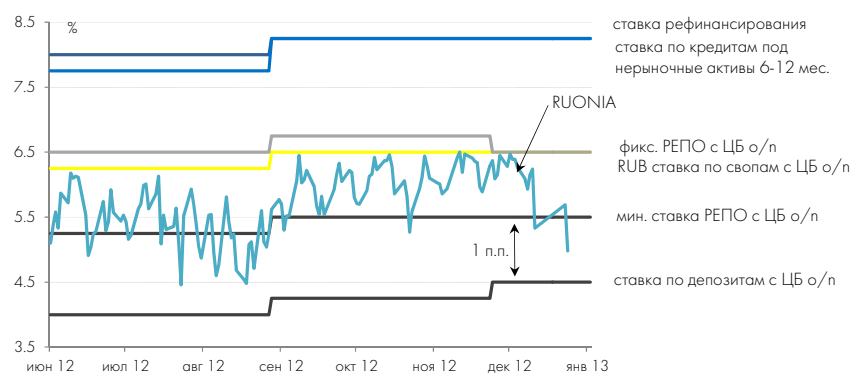
Завтра, 15 января Банк России рассмотрит вопрос о денежно-кредитной политике, и мы не ожидаем каких-либо изменений в ключевых ставках со стороны регулятора.

Наметившаяся в конце 2012 г. тенденция к замедлению экономического роста, на наш взгляд, продолжится и в ближайшие месяцы. Ослабление экономики в дальнейшем может потребовать ее стимулирования путем смягчения монетарной политики Центробанком. Но снижение ставок Банком России в 1 кв. 2013 г. видится нам крайне маловероятным.

Мы считаем, что понижение ставок в ближайшей перспективе возможно только как реакция регулятора на резкое замедление экономики. Однако в этом случае рост ВВП должен замедлиться, скажем, до 0-1% в месяц в 1 кв. (против нашей оценки в 2,0-2,5%). Но и при таком сценарии, по нашему мнению, ответных действий ЦБ не стоит ожидать раньше 2 кв. 2013 г. Исторический опыт показывает, что политика регулятора очень консервативна, и по плохим данным одного месяца решение о пересмотре степени экономических рисков не принимается. Поэтому с учетом запаздывающей макростатистики на изменение позиции по ставкам, по нашим оценкам, может уйти более двух месяцев.

Кроме того, инфляция в годовом выражении в 1 кв. едва ли продемонстрирует нисходящую динамику и, скорее всего, будет выше 6% (верхнего ориентира ЦБ), на фоне чего, с точки зрения инфляционных рисков, снижение ставок выглядит нежелательным.

### Параметры инструментов рефинансирования ЦБ РФ



Источник: ЦБ РФ, ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Процентный коридор ЦБ на мин. 1 п.п., смягчение возможно снижением кредитных и депозитных ставок

После того, как в декабре ЦБ снизил рублевую ставку по валютным свопам о/п на 25 б.п. до 6,5%, так чтобы она совпала со ставкой фикс. РЕПО с ЦБ, возможностей для дальнейшего "уплотнения" условной верхней границы стоимости рефинансирования от регулятора практически не осталось. Так, ставка по кредитам под нерыночные активы до 90 дней составляет уже лишь 7,25%, а сроком на 6-12 мес. совпадает со ставкой рефинансирования в 8,25%. Потенциал для сужения разницы между ставкой по депозитам в ЦБ и мин. ставкой РЕПО (с декабря 2012 г. - 1 п.п.) также отсутствует. Целевой коридор в 1 п.п. - это общепринятая практика для большинства зарубежных центробанков. На этом фоне, мы ожидаем, что ЦБ все же будет смягчать монетарную политику сокращением ставок (имеется в виду в период со 2 кв.), то, вероятнее всего, произойдет одновременное снижение как кредитных, так и депозитных ставок.

Альтернативой мы считаем переход с фиксированных на плавающие ставки по длинным инструментам рефинансирования ЦБ

Более вероятным может оказаться другое решение. Смягчить политику регулятор может за счет удлинения сроков операций рефинансирования путем введения плавающих, а не фиксированных ставок по инструментам сроком свыше 30 дней. Привязка ставок по длинным инструментам к RUONIA или ставке о/п РЕПО (плюс премия) в зависимости от параметров такого механизма, как мы полагаем, удешевит длинное фондирование и значительно расширит возможности рефинансирования. Запуск такой меры планировался в 1 кв. 2013 г., но механизм этого нововведения до конца не очевиден, и вопрос ее введения находится на стадии рассмотрения.

## Акрон нарастил трейдинг

Результаты за 3 кв. оцениваем нейтрально

Акрон (-/B1/B+), один из ведущих российских производителей азотных и сложных удобрений, опубликовал финансовые результаты по МСФО за 3 кв. 2012 г., которые мы оцениваем нейтрально. Заметное влияние на них оказало наращивание низкомаржинальной торговой деятельности (продажа удобрений других производителей через собственную сбытовую сеть), что, среди прочего, привело к увеличению выручки (+8% кв./кв.), а вкпе с ростом тарифов на газ - к снижению валовой рентабельности (-3,4 п.п. кв./кв.). Рентабельность же по EBITDA сократилась незначительно (-0,9 п.п. кв./кв.) за счет сокращения общеадминистративных расходов (во 2 кв. выплачивались бонусы персоналу).

Ранее привлеченные заемные средства, которые планировалось использовать для потенциальных сделок M&A (не были реализованы), во 2 кв. были аккумулированы на счетах компании, а в 3 кв. - направлены на погашение части краткосрочного долга и реализацию программы капвложений. В результате совокупный долг снизился на 18%, а его отношение к LTM EBITDA - с 3,4х до 2,8х. Однако расходование части собственных денежных средств привело к росту Чистого долга и его отношения к LTM EBITDA с 1,67х до 1,97х.

### Ключевые финансовые показатели Акрона

в млн руб., если не указано иное	3 кв. 2012	2 кв. 2012	изм.	9М 2012	9М 2011	изм.
Выручка	18 197	16 850	+8%	53 469	46 220	+16%
Валовая прибыль	7 868	7 858	0%	23 147	20 985	+10%
Валовая рентабельность	43,2%	46,6%	-3,4 п.п.	43,3%	45,4%	-2,1 п.п.
ЕБИТДА	5 270	5 043	+4%	15 224	14 233	+7%
Рентабельность по ЕБИТДА	29,0%	29,9%	-0,9 п.п.	28,5%	30,8%	-2,3 п.п.
Чистая прибыль	5 132	1 462	+3,5х	11 717	10 413	+12%
Операционный поток	-2 125	5 315	-	6 192	1 747	+3,5х
Инвестиционный поток, в т.ч.	-7 851	-4 023	+95%	-14 336	-6 121	+2,3х
Капвложения	-6 066	-3 960	+53%	-12 747	-6 547	+1,9х
Финансовый поток	-7 999	14 586	-	12 625	5 926	+2,1х

в млн руб., если не указано иное	30 сент. 2012	30 июня 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	60 446	73 424	-18%
Краткосрочный долг	26 159	36 837	-29%
Долгосрочный долг	34 287	36 587	-6%
Чистый долг	42 836	36 127	+19%
Долг/ЕБИТДА LTM*	2,78х	3,40х	-
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	1,97х	1,67х	-

\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост выручки за счет торговой деятельности, изменения базиса поставки и ослабления рубля

В 3 кв. объемы продаж группы Акрон сократились на 14% кв./кв. до 1,28 млн т в основном из-за падения объемов производства на Дорогобуже (более чем вдвое) в связи с плановыми капитальными ремонтами основных цехов и временной остановкой производства сложных удобрений (NPK) из-за ценового конфликта с ФосАгро, поставщика апатитового концентрата (что, однако, было несколько компенсировано увеличением выпуска на Акроне), а также сезонным сокращением отгрузки аммиачной селитры. Цены реализации основной продукции (NPK и КАС) оставались стабильными. Рост выручки (+8% кв./кв.) при снижении объемов продаж был обеспечен несколькими факторами:

- 1) наращиванием трейдинговых операций;
- 2) ослаблением рубля к доллару США на 3% (большая часть продаж привязана к доллару);
- 3) сезонным изменением базисов поставок (больше "дальних" экспортных отгрузок на условиях FOB и CIF).

В 1 кв. 2013 г. ожидается улучшение конъюнктуры

Отметим, что в 4 кв. 2012 г. произошло небольшое сезонное снижение цен на основные виды удобрений, а в 1 кв. 2013 г. компания ожидает улучшения рыночной конъюнктуры, чему будут способствовать текущие высокие цены на сельхозпродукцию.

<b>Валовая маржа снизилась из-за роста цен на газ и э/энергию и наращивания торговой деятельности</b>	Вдвое опережающий выручку рост себестоимости, обусловленный отложенным повышением тарифов на газ (с 1 июля на 15%) и электроэнергию, а также низкомаржинальная торговая деятельность привели к падению валовой рентабельности с 46,6% во 2 кв. до 43,2% в 3 кв. Тем не менее, рентабельность по EBITDA кв./кв. практически не изменилась (29%) за счет того, что общедминистративные расходы вернулись к нормальным значениям (-15% кв./кв.) после выплаты бонусов персоналу во 2 кв. Темп роста транспортных расходов (+6% кв./кв.) не превысил динамику выручки.
<b>Отрицательный операционный поток в результате инвестиций в оборотный капитал</b>	Чистый операционный денежный поток в 3 кв. вышел в область отрицательных значений (-2,1 млрд руб.) за счет инвестиций в оборотный капитал в объеме 3,7 млрд руб. (1,9 млрд руб. во 2 кв.) вследствие сезонного изменения структуры и дальности отгрузок (рост экспорта). В 3 кв. заметно возросли капвложения (+53% кв./кв. до 6 млрд руб.), составив ~43% всей программы капзатрат на 2012 г., которая была озвучена на уровне свыше 450 млн долл. (14 млрд руб.).
<b>43% капвложений освоены в 3 кв.</b>	В 3 кв. был введен ГОК Олений ручей по производству апатитового концентрата, а после отчетной даты, в декабре, был поставлен первый концентрат на производственную площадку ОАО Акрон. Компания прогнозирует, что в 1П 2013 г. российские заводы группы (Акрон и Дорогобуж) будут полностью обеспечены собственным фосфатным сырьем.
<b>Реализация калийного проекта пока не потребует нового долга</b>	Реализация второго масштабного проекта Акрона (по производству калийного сырья) пока не приводит к росту долга, поскольку в 4 кв. было привлечено 12,8 млрд руб. от сторонних инвесторов в форме долевого финансирования. Остальные средства в объеме 1,1 млрд долл. (~34 млрд руб.) планируется привлечь в 2014 г. в виде кредитной линии (ее условия пока не озвучены). Программа капвложений на 2013 г. запланирована на уровне 500 млн долл. (15,5 млрд руб.).
<b>Риски рефинансирования невысоки</b>	Несмотря на то, что краткосрочная часть долга Акрона составляет 26,1 млрд руб. (43% от всей задолженности), основной ее объем (67%) покрывается накопленными денежными средствами. Также для рефинансирования краткосрочной задолженности после отчетной даты (в октябре 2012 г.) были размещены облигации серии БО-1 на 5 млрд руб. Отметим, что у Акрона зарегистрировано еще 5 выпусков общим номиналом 25 млрд руб. (из них 2 выпуска биржевых облигаций).
<b>В бумагах эмитента торговых идей нет</b>	С момента размещения в октябре прошлого года БО-1 Акрона (YTM 9,62% @ октябрь 2015 г.) подорожали на 0,8-1 п.п., что соответствует ценовому росту краткосрочных ОФЗ. Таким образом, спред бумаг к суверенной кривой остался на уровне ~330 б.п., который мы считаем справедливым, учитывая кредитный рейтинг эмитента. Остальные находящиеся в обращении выпуски Акрона имеют низкую торговую ликвидность.

## 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	

### Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

### Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

### Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

### Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа-Банк	ВТБ
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ВЭБ
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк

### 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	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

### Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

### Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

### Прочие

АФК Система
-------------

КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Темпы роста ВВП в 3 кв. опустились ниже 3%

### Платежный баланс

По данным ЦБ, отток капитала во 2 кв. сократился до 9,5 млрд долл. с 33,9 млрд долл. в 1 кв. 2012 г.

### Инфляция

Инфляция: сюрпризы октября

### Валютный рынок

Сделка Роснефти по покупке ТНК-ВР не должна оказать существенного влияния на курс рубля до конца 1П 2013 г.

Рубль должен выйти из спячки

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ РФ: цикл ужесточения завершен

### Банковский сектор

Новые меры ЦБ РФ по ограничению роста потребкредитов в борьбе за их качество

### Рынок облигаций

Минфин рассчитывает на нерезидентов

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

### Промышленность

Промышленный энтузиазм на исходе

### Внешняя торговля

Внешняя торговля: сдержанный рост импорта

### Ликвидность

РЕПО в корзине

ЦБ рассматривает возможность удлинения срока рефинансирования

Ликвидность: повторится ли новогодняя лихорадка?

### Интервенции ЦБ

ЦБ готовится к худшему

### Бюджет

Бюджет поддержит ликвидность в ноябре

### 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
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
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 инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко		(+7 495) 721 2845
----------------	--	-------------------

### Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+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.