

## Пульс рынка

- ▶ **Еще один черный день на финансовых рынках.** Негативная ценовая динамика, наблюдавшаяся с начала мая, вчера переросла в полноценный обвал по всем сегментам рискованных активов: индексы акций обесценились на 2-3%, а доходности 10-летних UST снизились на 6 б.п. до YTM 1,77%, вплотную приблизившись к историческому минимуму. Помимо греческого вопроса, позитив не принесли данные по прямым иностранным инвестициям в Китай, объем которых за последнее полугодие, завершившееся в апреле, снизился, указывая на более сильное, чем ожидалось, замедление экономики страны. Также вчера Moody's снизило рейтинг 26 итальянским банкам. На наш взгляд, катализатором обвала котировок стал технический фактор (в частности, закрытие длинных позиций по margin-call). Наиболее заметное "бегство в качество" наблюдалось на рынке суверенных облигаций еврозоны. Доходности 10-летних облигаций Испании и Италии взлетели на 20 б.п. (до YTM 6,2% и YTM 5,85%, соответственно), а 10-летние BUNDS снизились на 6 б.п., обновив исторический минимум YTM 1,45%. Инвесторы закладывают в цены все более высокую вероятность выхода Греции из зоны евро. При отсутствии правительства неопределенность также создает сегодняшнее погашение облигаций Греции номиналом 436 млн евро. Выход данных по ВВП Германии лучше ожиданий сегодня может стать катализатором для технического отскока вверх.
- ▶ **Российский сегмент потерял иммунитет.** Несмотря на довольно устойчивые котировки нефти Brent (-0,5 долл. до 110,9 долл./барр.), в российском сегменте еврооблигаций прокатилась сильная волна распродаж: Russia 42 обесценился на 1,8 п.п. до 102,86% от номинала, 10-летние облигации Газпрома и Сбербанка - на 1,0-1,5 п.п. Кредитная премия (5Y CDS) на РФ выросла с 209 б.п. до 223 б.п.
- ▶ **Узкие спреды к о/п РЕПО давят на рынок госбумаг.** На локальном рынке торговая ликвидность осталась лишь в бумагах 1-го эшелона. Котировки ОФЗ снизились на 0,5-1,0 п.п., при этом от более сильной просадки удержал валютный рынок: стоимость бивалютной корзины вчера выросла лишь на 10 копеек (до 34,30 руб.). Мы уже отмечали узкие спреды ОФЗ к ставкам о/п РЕПО (около 200 б.п. для 10-летних и 85 б.п. для 2-летних бумаг) в качестве основного фактора риска обесценения госбумаг, который может реализоваться в случае появления напряженности на денежном рынке. Этот фактор риска продолжит давить на ОФЗ, принимая во внимание наступивший период налоговых платежей.
- ▶ **В преддверии налогов банки могут выбрать весь предложенный ЦБ лимит по РЕПО, а ставки - подрасти.** В отсутствие сколь-либо существенного притока госсредств и интервенций банки едва ли сократят имеющуюся короткую задолженность по РЕПО с ЦБ, пролонгация которой на сегодняшних аукционах видится нам наиболее вероятным сценарием. Своевременно расширены лимиты по РЕПО с ЦБ (190 млрд руб. о/п и 750 млрд руб. - неделя), что позволяет избежать сильного давления на ставки денежного рынка, которые, тем не менее, могут подрасти еще на 20-40 б.п.
- ▶ **Неинтересное первичное предложение от банка 3-го эшелона.** СМП Банк (Moody's: B3) начал маркетинг выпуска номиналом 3 млрд руб. с ориентиром YTP 10,25 - 10,78% к полугодовой оферте, что, как мы считаем, ниже рыночных уровней для банков сопоставимого качества, не говоря уже о текущем ухудшении конъюнктуры. Эмитент, по нашему мнению, характеризуется повышенными кредитными рисками. Согласно отчетности по МСФО за 2011 г., кредитование (кредитный портфель - 57 млрд руб., +118% к 2010 г.) не принесло банку почти никакого дохода: чистый процентный доход в объеме 1,15 млрд руб. был в значительном объеме перекрыт резервами, а чистая процентная маржа, по нашим оценкам, составила всего 1,64%. Основной доход банка формируется за счет комиссий за расчетно-кассовые операции, операции с валютой и ценными бумагами, которые все вместе в 2011 г. принесли порядка 4,8 млрд руб. и, судя по их динамике, подвержены высокой волатильности. Отметим, что портфель ценных бумаг (29,7 млрд руб., ~25% активов) на 43% находится в залоге в ЦБ и по итогам 2011 г. принес убыток. Настораживает перераспределение денежных средств (при их неизменном объеме 21,3 млрд руб.) в пользу увеличения остатков на НОСТРО-счетах в банках без международного кредитного рейтинга на 6,1 млрд руб. г./г. до 10,4 млрд руб., в том числе за счет снижения депозитов в ЦБ РФ (на 2,5 млрд руб.).

- ▶ **Русал: риски рефинансирования отложены, но ненадолго**
- ▶ **Теле2: будет ли продано российское подразделение?**

## Русал: риски рефинансирования отложены, но ненадолго

**Слабые результаты за 1 кв. 2012 г. были обусловлены низкими ценами на алюминий**

Русал (-/-/-), крупнейший в мире производитель алюминия, опубликовал слабые финансовые результаты по МСФО за 1 кв. 2012 г.

Несмотря на некоторую положительную динамику цен на алюминий в 1 кв. 2012 г. (+4,2% на LME), рост премии за продукцию компании (рекордные 165 долл./т) и увеличение объема продаж на 89 тыс. т до 1,1 млн т, выручка Русала увеличилась лишь на 2,7% кв./кв.: ~100 тыс. т (9%) из общего объема фактически было реализовано в конце 4 кв. по низкой цене, но признано в доходах в 1 кв. 2012 г.

По нашим оценкам, фактическое повышение котировок на LME в 1 кв. поддержит (при сохранении спроса) выручку во 2 кв. 2012 г., поскольку в цене реализации Русала котировки отражаются с лагом в ~1,5 месяца.

### Ключевые финансовые показатели Русала

в млн долл., если не указано иное	1 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.	1 кв. 2012	1 кв. 2011	изм.
Выручка	2 882	2 806	+3%	2 882	2 993	-4%
Валовая прибыль	422	579	-27%	422	989	-2,3x
Валовая рентабельность	14,6%	20,6%	-6 п.п.	14,6%	33,0%	-18,4 п.п.
ЕБИТДА	237	382	-38%	237	682	-2,9x
Рентабельность по ЕБИТДА	8,2%	13,6%	-5,4 п.п.	8,2%	22,8%	-14,6 п.п.
Чистая прибыль	74	-974	-	74	451	-6,1x
Чистая рентабельность	2,6%	отриц.	-	2,6%	15,1%	-12,5 п.п.
Операционный поток	350	512	-32%	350	589	-41%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-121	-195	-38%	-121	-98	+1,2x
капитальные затраты	-124	-200	-38%	-124	-110	+13%
Финансовый поток	-329	-216	+52%	-329	-470	-30%
в млн долл., если не указано иное	31 марта 2012			31 дек. 2011		изм.
Краткосрочный долг	231			629		-2,7x
Долгосрочный долг	11 453			11 066		+3%
Совокупный долг	11 684			11 695		0%
Чистый долг	11 126			11 049		+1%
Чистый долг/LTM ЕБИТДА*	5,38x			4,40x		-

\*ЕБИТДА за предшествующие соответствующей дате 12 месяцев  
Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Помимо низких цен давление на рентабельность оказали затраты на мазут и укрепление рубля**

Валовая прибыль в 1 кв. 2012 г. снизилась на 27% кв./кв., валовая рентабельность - на 6 п.п. Помимо неблагоприятной ценовой конъюнктуры, давление на рентабельность оказал опережающий выручку рост цен на нефть (в производстве используется мазут) - 9,5% кв./кв. и укрепление рубля относительно доллара США - 3,4% кв./кв. При этом денежные расходы (cash cost) по производству алюминия остались практически на уровне предыдущего квартала (+0,6%, 1 963 долл./т) на фоне снижения тарифа на э/э с 3,23 до 3,12 центов/кВтч. Дополнительное давление на рентабельность по ЕБИТДА (-5,4 п.п. до 8,2%) оказало увеличение расходов на персонал и прочих общехозяйственных издержек.

**Остановка низкорентабельных заводов компании поддержит рентабельность**

По прогнозам компании, рынок алюминия в 2012 г. будет сбалансирован за счет сокращения мирового объема предложения в связи с объявленными и ожидаемыми полными и временными остановками мощностей. Так, с июня 2011 г. было остановлено более 3,3% мировых мощностей (1,8 млн т), с начала 2012 г. было заявлено об остановке мощностей еще на 1,7 млн т. Русал планирует во 2П 2012 г. сократить мощности на 300-600 тыс. т, в частности, закрыть два низкорентабельных завода, что благоприятно отразится на уровне премии, получаемой компанией за продукцию и, как следствие, на рентабельности в целом при условии сохранения спроса.

**Конкуренция со стороны Китая маловероятна в 2012г.**

Также, по оценкам компании, ситуация в Китае (сокращение мощностей в результате низких котировок на металл на Шанхайской бирже, аварийные остановки заводов и тариф на экспорт бокситов из Индонезии при растущем спросе) не будет способствовать увеличению экспортных поставок из этой страны.

По данным Русала, основными регионами с растущим потреблением алюминия остаются Китай (+9% г./г.), Индия (+9% г./г.), также наблюдается восстановление спроса со стороны Японии (+8% г./г.).

**Капзатраты были полностью профинансированы из операционного потока**

Операционный поток в 1 кв. 2012 г. снизился на 32% кв./кв. до 350 млн долл., при этом из оборотного капитала было высвобождено 79 млн долл. Этих средств было достаточно для осуществления необходимых капвложений (124 млн долл.), а также частично для погашения краткосрочной задолженности.

В ходе телеконференции менеджментом было озвучено, что среднеквартальный уровень необходимых капзатрат (с учетом того, что в 2012 г. основным инвестиционным проектом для компании остается алюминиевый завод Тайшет) соответствует уровню 1 кв. 2012 г., однако при восстановлении котировок на LME инвестиционный бюджет может быть увеличен для реализации других проектов.

**Долговая нагрузка повысилась до 5,38x**

В 1 кв. 2012 г. компания полностью погасила/рефинансировала краткосрочную задолженность до конца этого года (630 млн долл.). В 2013 г. компании предстоит погасить/рефинансировать до 2 млрд долл. Совокупный долг остался на уровне 11,7 млрд долл. При этом долговая нагрузка в терминах Чистый долг/ЕБИТДА LTM за 1 кв. возросла с 4,40x до 5,38x из-за снижения ЕБИТДА. Даже при некотором восстановлении ЕБИТДА во 2 кв. 2012 г., мы ожидаем, что долговая нагрузка в относительном выражении продолжит расти (Чистый долг/ЕБИТДА LTM).

Хотя компания и смогла договориться с кредиторами о применении ковенантных "каникул" на этот год, а также на восстановительный период (2013 г.), высокий уровень долговой нагрузки по-прежнему вызывает беспокойство. По итогам 1 кв. 2012 г. коэффициент ЕБИТДА/Процентные расходы составляет лишь 1,42x.

**Облигации Русала неинтересны**

Текущие котировки бумаг Русал Братск-7, 8 (УТР11,8-12,0% при дюрации 1,67 и 2,61 лет), на наш взгляд, предполагают слишком низкую компенсацию за высокую долговую нагрузку и отсутствие бумаг в списке РЕПО. Кроме того, мы не ожидаем быстрого спада текущей волны бегства в качество, что может привести к более сильному падению цен и более интересным уровням для покупок в сегменте бумаг второго-третьего эшелона.

## Теле2: будет ли продано российское подразделение?

**По данным РБК Daily, продажа возможна в случае неполучения лицензий LTE**

По сообщению газеты РБК Daily, Tele2 может продать российское подразделение в случае неполучения лицензий LTE. В качестве вероятного покупателя называется Ростелеком, но и другие сотовые операторы могут быть заинтересованы в его приобретении, поскольку абонентская база в 20 млн чел. в условиях насыщенного рынка – очень привлекательный актив.

**Шансы у Теле2 на региональных конкурсах LTE высоки**

В то же время, Ведомости сообщают, что министр связи Игорь Щеголев одобрил проведение региональных конкурсов LTE до апреля 2013 г. В таком конкурсе у Теле2 гораздо больше шансов, чем в федеральном, потому что здесь компания будет конкурировать не с Большой Четвёркой, а с более мелкими игроками, на фоне которых Теле2 смотрится более выгодно как с точки зрения покрытия и абонентской базы, так и по финансовым возможностям.

**Продажа одному из операторов Big-4 (кроме ВымпелКома) нейтральна для кредитного профиля...**

Мы полагаем, что в случае проведения конкурса на региональные лицензии LTE бизнесу Tele2 в России ничего не угрожает. Однако и продажа бизнеса одному из операторов Большой Четверки (возможно, за исключением ВымпелКома, долговая нагрузка которого уже достаточно высока) не приведет к ухудшению кредитного качества ни покупателя, ни Теле2, поскольку их долговая нагрузка находится на приемлемом уровне: соотношение Чистый долг/ЕБИТДА в диапазоне 1-1,6x.

**.. и может быть позитивной для кредитных спредов**

В случае продажи кредитные спреды облигаций Tele2 (сейчас бумаги торгуются с премией к ВымпелКом, МТС), на наш взгляд, могут сузиться, если покупателем выступит любой оператор Большой Четверки, кроме ВымпелКома (по причине его высокой долговой нагрузки).

## 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
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа банк	ВТБ
Азиатско-	ВЭБ
Тихоокеанский Банк	
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	Uranium One
Никель	

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

### Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

### Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

### 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 макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Макростатистика марта: повод насторожиться

### Платежный баланс

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

### Инфляция

Инфляция: на низком старте

### Валютный рынок

Мы пересматриваем прогнозы по платежному балансу и курсу рубля на 2012 г.

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными

### Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

### Промышленность

Промпроизводство: ускорение роста прекратилось

### Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

### Ликвидность

Ликвидность из бюджета

### Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ в марте

### Бюджет

Бюджет РФ: щедрость на расходы останется позади?

### 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	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+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
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

### 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
Надежда Зотова		(+7 495) 221 9801

**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.