

Пульс рынка

- ▶ **Признаки наступления рецессии в еврозоне...** Промышленное производство в еврозоне упало на 2% в сентябре по сравнению с августом, что является самым серьезным снижением с февраля 2009 г. Ухудшение было зафиксировано как в периферийных странах (Испании, Италии и Португалии), так и в Германии, Франции и Нидерландах. В годовом выражении производство выросло всего на 2,2% - минимальный показатель за последние два года. Хотя в 3 кв. и ожидается небольшой рост промышленного производства благодаря позитивной динамике в июле и августе (что позволит ВВП вырасти на 1,5% в годовом выражении), макростатистика указывает на первые признаки рецессии. Меры по сокращению бюджетных дефицитов периферийных стран называются экономистами основной причиной сжатия экономики: урезание бюджетных расходов ведет к непропорционально более значительному замедлению ВВП, а не к сокращению долговой нагрузки. На негативных настроениях, которые были усилены убытками Unicredit за 3 кв. 2011 г., рынки акций потеряли порядка 1-2%.
- ▶ **...не сильно помешали размещению бондов Италии.** Вчера Италии удалось разместить 5-летние бонды номиналом 3 млрд евро с доходностью YTM 6,29%, что несмотря на глобальное снижение аппетита инвесторов к риску, не вызвало существенной негативной переоценки обращающихся выпусков страны. В частности, индикативные 10-летние бонды Италии торгуются на уровне YTM 6,7%. Не исключено, что размещение бумаг не обошлось без участия ЕЦБ.
- ▶ **ВВП РФ набрал обороты.** Рост ВВП, по данным Росстата, в 3 кв. 2011 г. составил 4,8% г./г. против 3,2% г./г. за предыдущий квартал. Ускорение, произошедшее отчасти благодаря эффекту низкой базы 3 кв. 2010 г., когда на экономике сказывались последствия засухи, выглядит закономерным. Хорошие результаты в 3 кв. 2011 г. следовало ожидать на фоне всплеска инвестиционной активности при сохранении сильной динамики потребительского сектора (см. ежедневный обзор от 26 октября). При этом позитивный эффект от расширения внутреннего спроса становится все более выраженным благодаря замедлению импорта. Тем не менее, в 4 кв. 2011 г. рост ВВП может заметно сократиться ввиду ослабления эффекта накопления запасов и под воздействием связанного с ухудшением внешней конъюнктуры роста стоимости заимствований. Однако, даже с учетом этого замедления, при текущей динамике ВВП наша прежняя оценка роста экономики в 2011 г. на 3,5% выглядит излишне пессимистичной. В связи с этим мы пересматриваем прогноз по росту ВВП в 2011 г. в сторону повышения до 3,8%, что предполагает близкий к 4% рост в 4 кв. 2011 г.
- ▶ **Новая ставка купона по выпуску ТКС БО-2** номиналом 1,5 млрд руб. была установлена на уровне 16,5% годовых, что соответствует доходности YTM 17,18% к погашению через два года (исходя из цены по номиналу) и предполагает премию в размере 5 п.п. к рублевым облигациям банков с кредитным рейтингом В, которая, на наш взгляд, является адекватной компенсацией за отсутствие бумаги в списке РЕПО ЦБ и длинную дюрацию. Мы позитивно оцениваем кредитный профиль эмитента, см. наш ежедневный комментарий "ТКС банк увеличил зависимость от оптового фондирования" от 13 сентября.
- ▶ **Новости с "первички".** По размещаемым амортизационным облигациям Нижегородской области (-/Ba2/B+) номиналом 8 млрд руб. ставка купона была установлена на уровне 9,95% годовых, что соответствует YTM 10,0% к погашению через 5 лет (DTM ~3 года). Предложенная ставка купона соответствует спреду к кривой ОФЗ в размере 200-225 б.п., что является слишком низким значением, учитывая длинную дюрацию и кредитные рейтинги (на 5 ступеней отличающиеся от инвестиционного уровня). Однако достаточный спрос, скорее всего, был предъявлен со стороны компаний, управляющих пенсионными средствами.

Темы выпуска

- ▶ Русал: размер долга по-прежнему давит на кредитное качество
 - ▶ ВыпелКом: Россия тянет вниз
-

Русал: размер долга по-прежнему давит на кредитное качество

Умеренно позитивные результаты за 9М 2011 г.

Русал, крупнейший в мире производитель алюминия, опубликовал финансовые результаты по МСФО за 3 кв. и 9М 2011 г., которые произвели на нас умеренно положительное впечатление. За 9М 2011 г. выручка выросла на 18% г./г. до 9,5 млрд долл., при этом рентабельность по EBITDA сократилась на 1 п.п. до 22,5%. Долг продолжил снижаться, как в абсолютном выражении (на 504 млн долл. с начала года до 11,5 млрд долл.), так и в отношении к LTM EBITDA с 4,61х до 4,04х. Мы отмечаем повышенный кредитный риск эмитента, который связан с сохраняющейся высокой долговой нагрузкой.

Ключевые финансовые показатели Русала

в млн долл., если не указано иное	3 кв. 2011	3 кв. 2010	изм.	9М 2011	9М 2010	изм.
Выручка	3 162	2 708	+17%	9 485	8 029	+18%
Валовая выручка	880	747	+18%	2 926	2 573	+14%
Валовая рентабельность	27,8%	27,6%	+0,2 п.п.	30,8%	32,0%	-1,2 п.п.
EBITDA	705	564	+25%	2 130	1 889	+13%
Рентабельность по EBITDA	22,3%	20,8%	+1,5 п.п.	22,5%	23,5%	-1,0 п.п.
Чистая прибыль	432	29	+15х	1 211	1 420	-15%
Чистая рентабельность	13,7%	1,1%	+12,6 п.п.	12,8%	17,7%	-4,9 п.п.
Операционный поток				1 269	1 011	+25%
Инвестиционный поток, в т.ч.				-104	-273	-2,6х
капитальные затраты				-408	-241	+1,7х
Финансовый поток				-1 130	-437	+2,6х

в млн долл., если не указано иное	30 сент. 2011	31 дек. 2010	изм.
Краткосрочный долг	1 607	1 361	+18%
Долгосрочный долг	9 852	10 602	-7%
Совокупный долг	11 459	11 963	-4%
Чистый долг	10 919	11 472	-5%
Чистый долг/LTM EBITDA*	3,85х	4,42х	-

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка повторяет динамику котировок алюминия на LME

Увеличение выручки было обусловлено, главным образом, ростом цен на алюминиевую продукцию: цена на LME в среднем выросла на 18% г./г. до 2,5 тыс. долл./т. Отметим, что за этот период премия продукции Русала к котировкам алюминия на LME достигла максимального за последний год уровня 6,8%. Снижение выручки в 3 кв. на 5% по сравнению со 2 кв. 2011 г. отразило негативную динамику котировок алюминия, которые просели на 8%. Стоит отметить, что физические объемы произведенной продукции стабилизировались на уровне 1 млн т./квартал за последний год.

Операционные расходы под контролем

Давление на рентабельность за 9М 2011 г. оказал опережающий рост себестоимости, однако за 3 кв. 2011 г. рентабельность по EBITDA не изменилась, составив 22%. Улучшению ситуации с затратами в прошедшем квартале способствовало снижение тарифов на электроэнергию (-6%) и ослабление рубля (на 13,6% до 37,5 руб. за бивалютную корзину). Также компании удалось сократить административные расходы на 14%.

Операционный поток покрыл сарех ...

В основном по причине более низких затрат на финансирование оборотного капитала денежный поток от операционной деятельности за 9М 2011 г. оказался на 25% выше, чем за аналогичный период прошлого года, и составил 1,3 млрд долл. Операционный поток полностью покрыл расходы на приобретение основных средств (408 млн долл.). Дополнительным источником финансирования инвестиционной деятельности стали дивиденды, полученные от связанных компаний (преимущественно, НорНикеля), которые составили 64% от осуществленных капитальных затрат. Напомним, что в настоящий момент инвестиционная программа Русала состоит из трех основных проектов:

- алюминиевый завод Тайшет (остаток финансирования - 1,2 млрд долл.); запуск первой фазы которого намечен на 2013 г.; в 3 кв. было возобновлено финансирование строительства завода после рефинансирования задолженности по реструктуризации IOA - International Override Agreement (содержащего ограничения на capex);
- Богучанская ГЭС (остаток финансирования - 250 млн долл.); запуск первых трех турбин намечен на 2 кв. 2012 г.;
- Богучанский алюминиевый завод (остаток финансирования - 472 млн долл.); технологическое оснащение первой фазы намечено на декабрь 2013 г.

... и оказался достаточным для сокращения долга

Обслуживание долга (чистое погашение долга - 714 млн долл., уплата процентов - 436 млн долл.) осуществлялось как за счет операционного потока, так и полученных дивидендов. Долговые обязательства в объеме 1 млрд долл. были рефинансированы выпуском рублевых облигаций Русал Братск-7,8.

Основной долговой вопрос отложен до 2016 г.

После отчетной даты Русал продолжил улучшать структуру долга (до 2016 г. предстоит погасить лишь 44% всего долга более-менее равномерно распределенными платежами) и снизил среднюю процентную ставку на 1,1 п.п. до 4,6% годовых. Текущего размера LTM EBITDA 2,8 млрд долл. достаточно для ежегодного погашения долга (1,5 млрд долл.) и выплаты процентов (~500 млн долл.). После рефинансирования 39% всего долга приходится на Сбербанк и 40% - на предэкспортный синдицированный кредит.

Европейский кризис может внести коррективы в темп сокращения долга

Обострение европейского кризиса может повлиять как на уровень биржевых цен, так и на объемы потребления алюминия, что может сильно ухудшить операционные показатели Русала (кстати, на Европу приходится около 28% продаж). Как следствие, наблюдавшийся в 2010-2011 гг. темп сокращения долговой нагрузки может существенно замедлиться. По нашим оценкам, падение в 2012 г. средних цен на алюминий от текущих уровней более чем на 40% (до 1200 долл./т.) или, что почти то же самое, снижение как цен, так и объема продаж более чем на 20%, приведет к падению показателя LTM EBITDA ниже 1 млрд долл. В таком случае операционных потоков хватит лишь для выплаты процентов и финансирования небольшой части инвестиционной программы.

Продажа пакета все менее вероятна

Теоретически, если бы оферта НорНикеля на выкуп своей доли акций была принята, Русал мог бы погасить весь долг. Однако, на наш взгляд, компания и в дальнейшем будет отклонять предложения о продаже своей доли в НорНикеле. С учетом негативной динамики рынка акций, в результате которой этот пакет потерял в цене более 26% с начала года, возможность продажи выглядит все менее вероятной.

Облигации Русала не в полной мере учитывают риски

Обращающиеся рублевые облигации Русал Братск-7, 8 котируются с доходностью YTP10,9-11,4% при дюрации 2,1 и 3,0 лет, соответственно, предлагая премию к кривой Евраза лишь на уровне 70 б.п. На наш взгляд, котировки облигаций эмитента предполагают слишком низкую компенсацию за высокую долговую нагрузку, отсутствие бумаг в списке РЕПО, а также слишком длинную по нынешним временам дюрацию. Мы оцениваем справедливую цену РусалБратск-7 на уровне 91% от номинала (YTP13,4% @ март 2014 г.), РусалБратск-8 на уровне 86% от номинала (YTP14,2% @ апрель 2015 г.), что предполагает снижение котировок от текущих уровней на 4 п.п. и 5 п.п., соответственно.

ВымпелКом: Россия тянет вниз

Рентабельность российского сегмента падает

ВымпелКом (BB/Ba3/-), одна из крупнейших мировых телекоммуникационных компаний, опубликовала результаты по US GAAP за 3 кв. 2011 г., которые оказались неоднозначными. Ключевой российский сегмент демонстрирует устойчивую тенденцию снижения рентабельности по EBITDA, теперь на 7 п.п. (во 2 кв. -5,7 п.п.) относительно аналогичного показателя годом ранее. Снижение долговой нагрузки (Чистый долг/EBITDA) до 2,4х с 2,6х на начало 3 кв. 2011 г. произошло из-за ослабления евро против доллара.

В связи с консолидацией Wind Telecom, начиная со 2 кв. 2011 г., мы проводим анализ компании на основе pro-forma показателей.

Ключевые финансовые показатели ВымпелКома (pro-forma)

В млн долл., если не указано иное	3 кв. 2011	3 кв. 2010	изм.
Выручка, в т.ч.	6 093	5 519	+10%
Россия	2 397	2 099	+14%
Европа и Северная Америка	1 970	1 773	+11%
Африка и Азия	957	910	+5%
ЕБИТДА, в т.ч.	2 535	2 435	+4%
Россия	961	988	-3%
Европа и Северная Америка	742	683	+9%
Африка и Азия	434	385	+13%
Рентабельность по ЕБИТДА, в т.ч.	41,6%	44,1%	-2,5 п.п.
Россия	40,1%	47,1%	-7 п.п.
Европа и Северная Америка	37,7%	38,5%	-0,8 п.п.
Африка и Азия	45,3%	42,3%	+3 п.п.
Чистая прибыль	104	460	-4,4x
в млн долл., если не указано иное	30 сент. 2011	30 июня 2011	изм.
Краткосрочный долг	1 600	1 637	-2%
Долгосрочный долг	24 404	25 756	-5%
Совокупный долг	26 004	27 393	-5%
Чистый долг	22 261	24 104	-8%
Чистый долг/LTM ЕБИТДА*	2,4x	2,6x	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост выручки за счет России и сегмента СНГ

Совокупная выручка компании в 3 кв. 2011 г. увеличилась на 10% г./г. до 6 млрд долл. За счет активного наращивания абонентской базы наиболее быстрые темпы продемонстрировали сегмент СНГ (+19%), а также российское подразделение (+14%). При этом прирост в СНГ происходил за счет увеличения рыночной доли, не в ущерб ARPU (средний счет на абонента), в то время как в России тенденция снижения ARPU сохраняется (в 3 кв. 2011 г. -2,6% г./г. до 334 руб.).

В Италии рост выручки обеспечила фиксированная связь

Темп роста выручки европейского подразделения (Италия) также оказался выше среднего (в долларовом выражении) преимущественно за счет фиксированной связи, а также эффекта курсовых разниц. В сегменте мобильной связи ARPU в Италии сократился на 7% в результате снижения с 1 июля 2011 г. регулируемых тарифов на интерконнект на 26%, а также роста продаж неголосовых sim-карт.

Рентабельность российского сегмента снизилась на 7 п.п. до 40,1%

Наиболее слабую динамику ЕБИТДА в 3 кв. 2011 г. продемонстрировало российское подразделение (-3% г./г.), рентабельность по ЕБИТДА снизилась до 40,1% против 47,1% годом ранее, что обусловлено агрессивным расширением абонентской базы и снижением средней стоимости минуты.

Поддержку консолидированному показателю ЕБИТДА оказали европейское подразделение, а также алжирский Djazzy (рентабельность по ЕБИТДА 59,1%) и в целом подразделение "Африка и Азия" благодаря увеличению числа абонентов, голосового трафика, а также оптимизации затрат. Убыточный вьетнамский оператор, консолидированный на балансе во 2 кв. 2011 г., по-прежнему оказывает давление на прибыльность группы.

Падение чистой прибыли за счет убытка от курсовых разниц

Чистая прибыль ВымпелКома в 3 кв. 2011 г. снизилась более чем в четыре раза до 104 млн долл. по сравнению с 3 кв. 2010 г. в результате:

- убытка от курсовых разниц в размере 110 млн долл. по внутригрупповому займу, предоставленному в пользу Wind Mobile Canada,
- ослабления евро к доллару США против его укрепления годом ранее - 180 млн долл.,
- корректировки справедливой стоимости деривативов Wind Italy - 110 млн долл.

Покупка частот для сетей 4G не приведет к росту долговой нагрузки

Большую часть долга предстоит погасить не ранее 2017 г.

Операционный поток компании в 3 кв. 2011 г. превысил 1,8 млрд долл., что позволило полностью профинансировать инвестиции в размере 1,2 млрд долл., в том числе капвложения - 952 млн долл.

В 3 кв. 2011 г. компания приобрела частоты в Италии для строительства сетей нового поколения 4G за 1,1 млрд евро. Первый транш был оплачен (уже после отчетной даты) частично из накопленных средств (182 млн евро) и бридж-кредита (500 млн евро), а остальная сумма (~400 млн евро) будет выплачиваться ежегодными траншами в течение 5 лет.

Долг компании по итогам 3 кв. 2011 г. составил 26 млрд долл., в т.ч. долгосрочная часть - 94%. До 2017 г. суммы погашений составляют в среднем 1,5-2 млрд долл. в год. Около 14 млрд долл. (в основном долг Wind Telecom) ВымпелКому предстоит погасить в 2017-2018 гг. Согласно заявлениям менеджмента в ходе проведенной телеконференции, компания не исключает рефинансирования этого долга при благоприятной конъюнктуре на рынке.

При покупке Wind Telecom между ВымпелКомом и структурами Нагиба Савириса было заключено соглашение о разделе рисков, связанных с оценкой алжирского оператора Orascom Telecom Algeria (Djezzy) при национализации. После отчетной даты компанией было принято решение не пролонгировать данное соглашение и прекратить механизм разделения рисков. На наш взгляд, это повышает неопределенность относительно будущих денежных потоков компании, поскольку при национализации сумма, которую может получить ВымпелКом от алжирского правительства, может оказаться ниже рыночных ожиданий.

На рублевом рынке спред облигаций ВымпелКома к кривой МТС составляет 100 б.п., однако мы обращаем внимание, что выпуски последнего неликвидны. Оценка в терминах спреда к ОФЗ представляется нам более релевантной. На наш взгляд, справедливый уровень премии бумаг ВымпелКома к ОФЗ должен составлять 250 б.п., что соответствует доходности ВымпелКом 6,7 ~ 10,3% годовых (дюрация 3,4 года) и цене 94,5% от номинала (текущая цена - 95,0% от номинала). На рынке евробондов премия длинного выпуска VIP21 к МТС20 превышает 200 б.п., что, на наш взгляд, неоправданно высоко.

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
Дмитрий Румянцев		(+7 495) 721 2817
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 721 9900

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.