

Пульс рынка

- ▶ **Рынки не верят в плавный выход из ультрамягкой политики ФРС.** Вчера рынки продолжили отыгрывать снятие кандидатуры Л. Саммерса на пост главы ФРС (не являющегося сторонником мягкой монетарной политики), а также ослабление напряженности вокруг Сирии. Доходности 10-летних UST опустились еще на 3 б.п. до YTM 2,85%, что позволило суверенным бондам РФ продолжить ценовой рост (бумаги Russia 42 подорожали на 1,5 п.п. до 100,2% от номинала). Основным событием ближайших двух дней станет начинающееся сегодня заседание FOMC, по итогам которого инвесторы ждут сокращения объема выкупа казначейских облигаций США на 10 млрд долл. до 35 млрд долл./мес. (объем выкупа ипотечных бумаг останется без изменений). Кроме того, фьючерсы на ключевую ставку ФРС предполагают ее повышение, по крайней мере, на 25 б.п. уже на заседании FOMC в декабре 2014 г. с вероятностью 48,8% (в 1 кв. эта вероятность составляла 26,9%). Напомним, что, согласно протоколу последнего заседания FOMC, повышение базовой ставки не планируется ранее 2015 г. Ожидания более агрессивного ужесточения денежно-кредитной политики обусловлены, по-видимому, сильной макростатистикой по США (в частности, недавно опубликованный индекс ISM предполагает ускорение темпа экономического роста). Однако не исключено, что в этой статистике еще не в полной мере проявилось повышение ставок в экономике: так, по причине их роста объем сделок на первичном рынке жилья в июле упал на 13,4% м./м., что сопровождалось сокращением объема заявок на ипотеку до минимального уровня с октября 2008 г. В этой связи интерес сегодня представляет значение индекса по рынку жилья за сентябрь. Помимо ставок, другим фактором риска в среднесрочной перспективе (как для экономики США, так и для мировых финансовых рынков) выступают бюджетно-долговые споры в Конгрессе: на прошлой неделе попытка отсрочить решение вопроса о потолке госдолга до декабря оказалась неудачной. Таким образом, у госорганов средства для финансирования бюджетного дефицита могут закончиться уже к 1 октября.
- ▶ **Промпроизводство РФ в августе: на нуле.** Опубликованные накануне данные по промышленности в августе хотя и демонстрируют незначительное улучшение по сравнению с июлем (прирост на 0,1% г./г. после падения на 0,7% г./г.), в целом закрепляют наши опасения относительно продолжающейся стагнации. Согласно новой статистике, за 8 месяцев промышленность показала нулевой рост. Из отдельных отраслей наиболее выраженная отрицательная динамика у ключевого обрабатывающего сектора (-0,2% г./г. после -1,5% в июле). Плохие результаты у производства и распределения электроэнергии газа и воды (-2% г./г. после -1,8% в июле), что полностью согласуется с общим снижением производственной активности. С этими показателями контрастируют данные добывающей отрасли, которая сохраняет слабый, но все же рост (2% г./г. после 0,4% в июле, 1% за 8М), однако не без стимула со стороны достаточно высокой цены на энергоносители. В обрабатывающей промышленности наихудшие результаты по-прежнему у металлургии и выпуска машин и оборудования, ухудшилась динамика химической отрасли. Кроме выпуска данных инвестиционных товаров, снижается (или замедляет рост) и производство основных стройматериалов, что как нельзя лучше отражает ослабление внутреннего инвестиционного спроса. Это находит подтверждение и в зафиксированном июльской статистикой замедлении роста инвестиционного импорта. Промышленная стагнация на протяжении подавляющей части года убеждает нас в необходимости снижения годового прогноза по росту промышленности в 2013 г. с 2% до 1%, но даже такая оценка при текущем нулевом росте выпуска выглядит довольно оптимистичной, поскольку подразумевает ускорение в ближайшие месяцы.
- ▶ **Еще одно пополнение в очереди на "первичку" в 1-м эшелоне.** Сегодня в маркетинге появился 3-летний выпуск ЕАБР (BBB/A3/BBB) номиналом 10 млрд руб. с довольно широким ориентиром YTP 8,16-8,68%, который предполагает премию к суверенной кривой в размере 173-225 б.п. Напомним, что в очереди на первичный рынок уже находятся 3-летние выпуски АИЖК (BBB/Baa1/-) и ГПБ (BBB-/Baa3/BBB-) с ориентирами YTM 8,14-8,35% и YTM 8,16-8,37%, соответственно. Исходя из разницы в кредитных рейтингах, мы считаем, что из этих трех эмитентов бумаги ЕАБРа заслуживают наименьшую доходность, в то время как ГПБ должен предполагать определенную премию к ним.

Темы выпуска

- ▶ **АЛРОСА: алмазы опять в цене**

АЛРОСА: алмазы опять в цене

Результаты оцениваем нейтрально с точки зрения кредитного профиля компании

АЛРОСА (BB-/Ba3/BB-), крупнейший в мире производитель алмазов, опубликовала финансовые результаты по МСФО за 2 кв. 2013 г., которые мы оцениваем нейтрально. Во 2 кв. компания продемонстрировала положительную динамику всех ключевых показателей P&L в основном в результате улучшения ценовой конъюнктуры, а также структуры продаж. Выручка от реализации алмазов повысилась на 4% кв./кв. до 37,7 млрд руб., общая выручка - на 8% кв./кв. до 42,8 млрд руб., показатель EBITDA вырос на 23% кв./кв. до 19,4 млрд руб., рентабельность по EBITDA - на 5,3 п.п. до 45,4%.

За квартал не произошло никаких существенных изменений в долгом профиле. Напомним, что в конце 1 кв. компания привлекла краткосрочный банковский кредит (по сути, бридж-финансирование) в объеме 500 млн долл. для выкупа по оферте рублевых облигаций АЛРОСА, 21,22, который вкпе с остальной краткосрочной задолженностью (всего ~1 млрд долл.) компания планирует погасить за счет средств от продажи Роснефти газовых активов (сделка, по данным компании, будет завершена в этом году, сумма составит свыше 1 млрд долл. денежными средствами). По оценкам менеджмента, размер общего долга на конец 2013 г. составит менее 3 млрд долл., что, по нашим оценкам, транслируется в показатель Чистый долг/EBITDA на уровне 1,5x (2,1x по итогам 2 кв.).

Ключевые финансовые показатели АЛРОСА

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2013	1 кв. 2013	изм.	1П 2013	1П 2012	изм.
Выручка	42 770	39 459	+8%	82 229	76 529	+7%
Валовая прибыль	22 761	19 222	+18%	41 983	42 135	0%
Валовая рентабельность	53,2%	48,7%	+4,5 п.п.	51,1%	55,1%	-4 п.п.
EBITDA	19 420	15 825	+23%	35 245	35 525	-1%
Рентабельность по EBITDA	45,4%	40,1%	+5,3 п.п.	42,9%	46,4%	-3,5 п.п.
Чистая прибыль	8 358	6 258	+34%	14 616	16 216	-10%
Операционный поток	9 173	14 856	-38%	24 029	16 419	+46%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-7 689	-9 889	-22%	-17 578	-45 184	-2,6x
Капвложения	-8 349	-6 579	+27%	-14 928	-13 915	+7%
Финансовый поток	-1 078	1 167	-	89	30 519	-

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2013	31 марта 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	141 611	132 298	+7%
Краткосрочный долг	42 682	39 569	+8%
Долгосрочный долг	98 929	92 729	+7%
Чистый долг	128 767	119 911	+7%
Чистый долг/EBITDA LTM*	2,09x	1,95x	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост выручки за счет более высоких цен при снижении объемов продаж...

Во 2 кв. объемы добычи возросли на 28% кв./кв. до 9,6 млн карат после их падения в 1 кв. на 17% кв./кв. (согласно производственному плану компании). Объемы продаж, напротив, сократились на 15% кв./кв. до 8,8 млн карат (в 1 кв. реализовывались запасы). Однако на фоне повышения цен на алмазы ювелирного качества (в среднем по рынку +7% кв./кв. до 191,4 долл./карат) выручка от продажи алмазов выросла на 4% кв./кв. Общая выручка, которая включает доходы от транспортных услуг, социальной инфраструктуры и пр., выросла на 8% кв./кв. Компания прогнозирует, что цены на ювелирные алмазы стабилизируются на достигнутом уровне до конца года. Прогнозы по объемам добычи представлены не были.

... что привело к
повышению
рентабельности

Опережающий выручку рост EBITDA (+23% кв./кв.) во 2 кв. обусловлен, в первую очередь, повышением цен реализации, а также улучшением структуры продаж (т.е. большей долей в объемах реализации крупных камней высокого ювелирного качества, что подтверждается ростом средних цен реализации АЛРОСА, по нашим расчетам, в среднем на 15% кв./кв.). Отметим, что расходы на персонал - основная статья затрат компании росли теми же темпами, что и выручка: +8% кв./кв. до 9,6 млрд руб. При этом существенно выросли расходы на материалы (в основном, ремонтные работы) - почти втрое до 2,9 млрд руб. Во 2 кв. компания снизила объемы закупок алмазов для перепродажи (-67% кв./кв.), что привело к снижению соответствующих затрат с 267 млн руб. до 16 млн руб. В итоге рентабельность по EBITDA за 2 кв. выросла с 40% до 45%.

Капвложения
профинансированы из
операционного
потока

Операционный денежный поток по итогам 2 кв. упал до 9,2 млрд руб. (-38% кв./кв.) за счет инвестиций в оборотный капитал в объеме 7,1 млрд руб. (увеличение запасов и дебиторской задолженности) против высвобождения 2,4 млрд руб. в предыдущем квартале. Его было достаточно для финансирования капвложений, которые составили 8,3 млрд руб. Рост капвложений на 27% кв./кв. произошел в основном за счет увеличения инвестиций в разработку подземного рудника "Удачный" (+62% до 1,7 млрд руб.) и строительство установки комплексной подготовки газа на газовых активах (+2,1х до 867 млн руб.). Напомним, что ранее компания прогнозировала капвложения в ближайшие 2 года на уровне 2012 г. (30 млрд руб., за 1П 2013 г. израсходовано 14,9 млрд руб.), новых данных представлено не было.

Торговых идей в
бумагах АЛРОСА нет

Рублевые облигации эмитента котируются со спредом к суверенной кривой в размере 170 б.п., что выглядит низким уровнем для бумаг категории ВВ- (в частности, первичный рынок предлагает более интересные возможности даже в сегменте бумаг 1-го эшелона). В длинных евробондах компании мы также не видим торговых идей на текущих ценовых уровнях. Бонды ALROSA 20 (YTM 6,0%) котируются с минимальной премией к близким по дюрации MOBTEL 20 (YTM 5,85%), что, по нашему мнению, уже учитывает возможную продажу газовых активов и снижение долговой нагрузки АЛРОСА. В сравнении с ALROSA 20 (YTM 6,0%) более интересны близкие по дюрации PGILLN 20 (YTM 6,28%), которые предлагают большую доходность при лучших кредитных рейтингах.

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

Экономика подает сигнал "SOS"

«Мантры» стимулирования экономики

Экономика: стагнация "притворяется" ростом?
Промышленность «обнулила счет»

Инфляция

Инфляция в РФ «заходит на посадку»

Валютный рынок

Рубль обновил минимум

Монетарная политика ЦБ

Какое лекарство «пропишет» экономике ЦБ?

Рынок облигаций

ОФЗ вновь вернулись в положительную область реальных доходностей

Платежный баланс

МЭР планирует повысить прогноз оттока капитала

Отток капитала: предпосылок для позитивной коррекции рубля пока нет

Ликвидность

Ликвидность: ставки по осени считают?

Новый аукцион ЦБ - иллюзия снижения ставок?

Аукцион ЦБ: дефицита ликвидности нет?

Бюджет

Для экономических стимулов ничего не жалко, даже Резервного фонда

Долговая политика

Минфин в 3 кв. планирует разместить ОФЗ на 270 млрд руб.

Банковский сектор

В поиске экономических стимулов акцент сместился на банковскую систему

ЦБ готов смягчить начальные требования по Базель 3

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 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
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.