

Пульс рынка

- **Греческий вопрос вновь буксует.** Греческая сага получила продолжение: Германия высказалась против какого-либо списания долга страны, в частности, неприемлемым является возврат Греции разницы между номиналом и ценой выкупа бумаг Греции (на баланс ЕЦБ). Обсуждаемой возможностью является предоставление дополнительных 10 млрд евро из EFSF, которые могут быть использованы в частности на выкуп Грецией своих долгов (текущая цена которых составляет четверть номинала) у частных инвесторов (хедж-фондов). Однако для получения этой суммы потребуется очередной круг длительных согласований. В целом греческие проблемы уже не влияют на настроения рынков. Вчера повышению аппетита к риску способствовали предварительные данные по обрабатывающей отрасли Китая в ноябре, которые указывают на восстановление сектора. Также неплохой (за исключением данных по рынку труда) оказалась очередная порция данных по США: рост обрабатывающей отрасли в ноябре оказался максимальным за последние 5 месяцев. Сегодня рынки США будут закрыты на День Благодарения. Интерес представляет значение публикуемого сегодня PMI по еврозоне.
- **Рубль укрепляется за счет активизации экспортеров и роста нефтяных цен.** По итогам вчерашних торгов рубль подорожал к бивалютной корзине почти на 12 копеек (+0,3%, всего с начала недели на 1,3%), еще больше отодвинувшись от границы 35,65 руб., при пересечении которой ЦБ выходит с продажами валюты для поддержки курса. Хотя сегодня корзина едва ли продемонстрирует какие-либо существенные движения ввиду праздника в США, в ближайшее время мы опасаемся давления на рубль со стороны развития событий в отношении греческого вопроса.
- **Аукцион по ОФЗ прошел с ажиотажным спросом.** Как мы и ожидали, улучшение внешнего фона позволило сформировать высокий спрос на 7-летние ОФЗ 26208, объем которого (114,85 млрд руб.) превысил предложение более чем в три раза (по заявкам, поданным внутри границ ориентира YTM 7,09-7,14%). Средневзвешенная доходность составила YTM 7,07%, что ниже границ ориентира. Стоит отметить, что повышение интереса к ОФЗ наблюдалось с начала недели, при этом вчера спрос превратился в ажиотаж: ценовой рост среднесрочных и длинных бумаг достигал 1 п.п., при этом доходности снизились вдоль суверенной кривой на 10-15 б.п. На вторичном рынке ОФЗ 26208 (YTM 6,97%) от средневзвешенной цены аукциона выросли на 65 б.п. до 103,40% от номинала. Мы отмечаем, что доходность 10-летних ОФЗ 26209 снизилась на 16 б.п. до 7,16%, что соответствует реальной доходности 66 б.п., которая, на первый взгляд, предполагает возможность дальнейшего роста цен. Однако, по нашим оценкам, инфляция к концу года вырастет на 50 б.п. до 7,0%, что соответствует реальной доходности 10-летних ОФЗ на уровне всего 16 б.п., что почти не оставляет потенциала для снижения номинальной доходности. Ажиотаж на рынке госбумаг был вызван, в том числе, и продолжающимся укреплением рубля. Однако отметим, что с технической точки зрения, потенциал для дальнейшего укрепления рубля незначителен, что также не способствует ценовому росту ОФЗ.
- **Ситуация на денежном рынке несколько успокоилась.** Выплаты НДС, как мы и ожидали, привели к оттоку лишь ~100 млрд руб. При этом задолженность по РЕПО не сильно увеличилась, составляя сегодня на утро 1,55 трлн руб., а остатки на корсчетах и депозитах остаются на достаточно комфортном уровне (почти 820 млрд руб.) для безболезненного прохождения предстоящих налоговых выплат. Кроме того, о некотором улучшении состояния ликвидности свидетельствует и то, что банки смогли погасить в среду 30 млрд руб. депозитов перед Казначейством РФ. На этом фоне короткие ставки денежного рынка опустились к уровням, близким к 6%. Таким образом, аномалия, которая наблюдалась в конце прошлой недели, временно прекратилась. Если она не возобновится, и ситуация будет развиваться по позитивному сценарию, то НДС и акцизы (22-26 ноября, ~270 млрд руб.) едва ли приведут к росту ставок к уровням, сильно превышающим 6%.

Темы выпуска

- Ростелеком: курс на эффективность
 - Alliance Oil: в ожидании обновленной стратегии в добыче
-

Ростелеком: курс на эффективность

Нейтральные результаты с точки зрения кредитного профиля

Ростелеком (BB+/-/BBB-) опубликовал финансовые показатели по МСФО за 3 кв. 2012 г. В результатах была отражена консолидация Скайлинка, и предшествующие периоды были скорректированы с учетом приобретения. Долговая нагрузка (включая Скайлинк) незначительно увеличилась: Чистый долг/LTM OIBDA составила 1,59x против 1,55x во 2 кв. 2012 г.

Ключевые финансовые показатели Ростелекома

В млн руб., если не указано иное	3 кв. 2012	3 кв. 2011	изм.	3 кв. 2012	2 кв. 2012	изм.
Выручка	76 985	75 250	+2%	76 985	76 387	+1%
OIBDA	29 426	30 060	-2%	29 426	29 603	-1%
Рентабельность по OIBDA	38,2%	39,9%	-1,7 п.п.	38,2%	38,8%	-0,6 п.п.
Операционная прибыль	13 434	14 775	-9%	13 434	14 110	-5%
Операционная рентабельность	17,5%	19,6%	-2,1 п.п.	17,5%	18,5%	-1 п.п.
Чистая прибыль	9 902	9 203	+8%	9 902	7 111	+39%
Капвложения	21 602	15 902	+36%	21 602	21 432	+1%
в млн руб., если не указано иное	30 сентября 2012			30 июня 2012		изм.
Чистый долг	198 249			197 437		+0,4%
Чистый долг/OIBDA LTM*	1,59x			1,55x		-

*OIBDA за последние 12 месяцев

Источник: пресс-релиз компании, оценки Райффайзенбанка

Рост выручки замедляется

В 3 кв. 2012 г. рост выручки составил всего 2% г./г. из-за продолжающегося снижения доходов от голосовой связи, в первую очередь, междугородней, международной и внутризонавой. Лучшую динамику показывали такие сегменты, как ШПД (+9% г./г.), платное ТВ (+40% г./г.) и «Прочая выручка», которая также включает в себя инновационные сервисы (+25% г./г.). При этом мы отмечаем увеличение абонентской базы ШПД (+2,3% кв./кв.), которое превысило показатели основных конкурентов – ВымпелКома (+1,7% кв./кв.) и МТС (-2,7% кв./кв.). Это свидетельствует о том, что Ростелекому удалось развернуть тенденцию снижения доли рынка, вероятно, за счет подключения абонентов к более современным технологиям – FTTx и IPTV.

Оптимизация затрат становится приоритетом

Рентабельность по OIBDA сократилась с 39,9% в 3 кв. 2011 г. (и 38,8% во 2 кв. 2012 г.) до 38,2%, что было обусловлено опережающим ростом расходов на персонал (+5% г./г.) и консолидацией Скайлинка, рентабельность которого до слияния была отрицательной. Менеджмент Ростелекома начал уделять особое внимание сокращению издержек. Потенциал снижения, в первую очередь, заключается в устранении дублирующих функций и интеграции активов, объединенных в ходе реорганизации Ростелекома. Так, менеджмент Ростелекома планирует сократить 25-40% персонала Скайлинка в течение 6 месяцев после консолидации. Всего Ростелеком намерен снизить затраты на 20 млрд руб. в течение 3 лет. При этом ориентир по рентабельности OIBDA остается прежним – около 40%, что, на наш взгляд, выглядит достаточно консервативно. Если программа сокращения издержек будет исполняться в соответствии с планом, целевой уровень рентабельности будет означать падение выручки примерно на 10%.

Инвестиции пока превышают целевой уровень на 2011-2015 гг.

По результатам 9М 2012 г. отношение инвестиций к выручке составило 26,6%, что по-прежнему превышает ориентир в 20%, обозначенный в стратегии на 2011-2015 гг. Это согласуется с нашим прогнозом, что пик инвестиционного цикла придется на 2012-2013 гг. в связи со строительством сетей 3G и LTE, а также модернизацией каналов фиксированного ШПД. Менеджмент Ростелекома ожидает, что отношение капзатрат к выручке снизится до 20% уже в 2013 г. В вышеуказанной стратегии также учитывается необходимость сокращения капзатрат и их привязка к показателю возврата на инвестированные средства.

Долговая нагрузка незначительно увеличилась, структура остается комфортной

В 3 кв. 2012 г. совокупный долг уменьшился с 207 млрд руб. до 202 млрд руб., а чистый долг, напротив, вырос на 800 млн руб. Из-за этого, а также из-за снижения рентабельности OIBDA, отношение чистого долга к LTM OIBDA увеличилась с 1,55х до 1,59х. При этом структура долга осталась на комфортном уровне: доля долгосрочных обязательств составляет 63% задолженности Ростелекома, а валютный долг - всего около 2% общего долга.

В 4 квартале возможен незначительный рост долговой нагрузки

Четвертый квартал традиционно считается наиболее интенсивным с точки зрения капвложений, поэтому мы не исключаем, что долговая нагрузка в 4 кв. 2012 г. может еще немного увеличиться, особенно если меры по оптимизации затрат еще не будут реализованы. При этом мы по-прежнему считаем, что уровень долговой нагрузки будет снижаться после 2013 г., когда основная часть инвестиционной программы будет реализована.

Без потенциала для ценового роста

Выпуск Ростел-17, размещенный в конце октября номиналом 10 млрд руб., на вторичном рынке котируется на уровне 100,15% (УТР 8,66% @ ноябрь 2015 г.), что соответствует спреду к кривой ОФЗ в размере ~200 б.п., который выглядит справедливым с учетом наличия инвестиционного рейтинга (от Fitch).

Alliance Oil: в ожидании обновленной стратегии в добыче

Сильные показатели рентабельности, но новая стратегия развития в процессе разработки

Вчера Alliance Oil (B+/-/B) опубликовала финансовые результаты по МСФО за 3 кв. 2012 г., которые мы оцениваем нейтрально для кредитного профиля компании. Рентабельность деятельности существенно возросла после слабого 2 кв. 2012 г., составив 24% по EBITDA. Сильные финансовые показатели в большей степени были обеспечены благоприятной рыночной конъюнктурой и ростом показателей сегмента downstream. Долговая нагрузка в отношениях Чистый Долг/EBITDA незначительно сократилась - до 2,07х.

Ключевым остается вопрос, сможет ли компания вернуться к высоким темпам роста производственных показателей в upstream сегменте. Поэтому большое значение для ее кредитного профиля будет иметь презентация обновленной стратегии этой части бизнеса, которая намечена 10 декабря 2012 г.

Ключевые финансовые показатели Alliance Oil

в млн долл., если не указано иное	3 кв. 2012	2 кв. 2012	изм.	9М 2012	9М 2011	изм.
Выручка	904	817	+11%	2 537	2 257	+12%
Операционная прибыль	170	86	+98%	420	338	+25%
Операционная рентабельность	18,8%	10,5%	+8,3 п.п.	16,6%	15,0%	+1,6 п.п.
ЕБИТДА	214	133	+61%	565	454	+24%
Рентабельность по ЕБИТДА	23,7%	16,3%	+7,4 п.п.	22,3%	20,1%	+2,2 п.п.
Чистая прибыль	132	19	+6,9х	291	209	+39%
Чистая рентабельность	14,6%	2,4%	+12,2 п.п.	11,5%	9,3%	+2,2 п.п.
Операционный поток	223	54	+4,1 п.п.	427	311	+37%
Капитальные вложения	- 228	- 203	+12%	- 582	- 766	-24%
Свободный денежный поток	- 4	- 150	+37,5х	- 155	- 455	+13%

в млрд долл., если не указано иное	30 сент. 2012	30 июня 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	1 950	1 748	+12%
Краткосрочный долг	378	214	+76%
Долгосрочный долг	1 571	1 534	+2%
Чистый долг	1 654	1 653	-
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	2,07х	2,17х	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Downstream – обеспечил рост выручки...	Рост выручки компании (+11% кв./кв.) был практически полностью обеспечен увеличением объемов реализации нефтепродуктов (+7,6% кв./кв.), тогда как продажи сырой нефти сократились (-15% кв./кв.), несмотря на повышение рентабельности экспорта сырой нефти с 43% во 2 кв. 2012 г. до 54% в 3 кв. 2012 г. Менеджмент компании объяснил снижение продаж сырой нефти на фоне благоприятной конъюнктуры рынка большой зависимостью объемов реализации от транспортных графиков Транснефти и наличия квот.
...и рентабельности	В 3 кв. 2012 г. динамика EBITDA (+61% кв./кв.) существенно опередила выручку за счет рыночных факторов и контроля операционных расходов (+0,5% кв./кв.). Несущественное повышение операционных расходов в большей степени связан со снижением затрат на закупку нефтепродуктов на фоне увеличения собственного производства (+7,9% кв./кв.). Рост рентабельности сегмента downstream благоприятно скажется на будущих финансовых потоках компании, но решающим фактором по-прежнему остается наличие собственной перспективной ресурсной базы.
FCF остается в отрицательной зоне	Капитальные вложения в 3 кв. 2012 г. возросли на 12% кв./кв. до 228 млн долл., что практически совпало с операционным денежным потоком (223 млн долл.). В результате свободный денежный поток практически не изменился по сравнению с 1П 2012 г. и составил -155 млн долл. за 9М 2012 г. В 3 кв. 2012 г. компания привлекла новый долг в размере 300 млн долл., но чистый долг пока сохранился на прежнем уровне. В результате роста рентабельности и неизменного чистого долга долговая нагрузка компании в отношении Чистый Долг/EBITDA сократилась на 5% до 2,07х.
Возможно размещение «префов» для финансирования сарех	Мы полагаем, что в 4 кв. 2012 г. Alliance Oil не будет наращивать инвестиции, пока не определится с новой стратегией развития добывающего сегмента. Для дальнейшего финансирования инвестиционной программы компания рассматривает несколько вариантов привлечения средств. В том числе менеджмент не исключил размещение привилегированных акций. Однако мы сомневаемся, что они могут представлять интерес для инвесторов, так как отсутствие свободного денежного потока не позволяет рассчитывать на высокие дивиденды.
Идей в бумагах нет	Рублевые облигации НК Альянс неликвидны. Последние сделки в Альянс БО-1 проходили на уровне YTM 10,4% @ февраль 2014 г., что адекватно отражает кредитный риск. Мы также не видим спекулятивных торговых идей в евробондах эмитента, принимая во внимание длинную дюрацию выпуска AllianceOil 15 (YTM 6,13%, со ставкой купона 9,88% годовых) и учитывая масштабную инвестпрограмму.

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
Роснефть	

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	Ростелеком
МТС	Теле2
Мегафон	

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	МОЭСК

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 сентября разочаровывает

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: на пути к 7%

Валютный рынок

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

Монетарная политика ЦБ

В октябре ЦБ оставил все ставки без изменений

Банковский сектор

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

Рынок облигаций

Минфин рассчитывает на нерезидентов

Промышленность

Промпроизводство: надежда на улучшение?

Внешняя торговля

Внешняя торговля: динамика импорта указывает на риски экономики

Ликвидность

РЕПО в корзине

ЦБ РФ повышает привлекательность длинных инструментов

Ликвидность: повторится ли новогодняя лихорадка?

Интервенции ЦБ

ЦБ готовится к худшему

Бюджет

Профицит бюджета сокращается, но напряженность с ликвидностью остается

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

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кенякин		(+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
Леонид Берещанский		(+7 495) 721 9900 доб. 5482

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.