

Пульс рынка

- **Сильная макростатистика по США не помешала росту рынков.** Опубликованная вчера порция данных оказалась в целом лучше ожиданий. Индекс деловой активности PMI в ноябре оказался выше, чем в предыдущем месяце, главным образом, за счет внутреннего спроса; новые заявки на пособия по безработице - ниже консенсус-прогноза (на минимальном уровне с момента приостановки работы американского правительства). Позитивной новостью для рынков стало одобрение банковским комитетом Сената (в ходе голосования "за" выступило 14, "против" - 8) кандидатуры Дж. Йеллен на пост главы ФРС, за которым последует уже ее рассмотрение Сенатом в полном составе. Несмотря на неплохие данные по экономике, свидетельствующие в пользу сворачивания QE, американские индексы акций прибавили 0,8-1%, обновив исторические максимумы. Небольшое снижение доходностей наблюдалось на рынке UST (10-летние бумаги ушли до YTM 2,77%).
- **Инвесторы не ожидают снижения доходностей на рынке евробондов.** Компания Газпром нефть (BBB-/Baa2/BBB) разместила 10-летние бонды в объеме 1,5 млрд долл., при этом, несмотря на озвученный спрос в 4 млрд долл., была предоставлена заметная премия. Ставка купона, определенная на уровне 6% годовых, соответствует G-спреду 319 б.п., в то время как близкие по дюрации бонды SIBNEF 22 (YTM 5,6%) котируются с G-спредом в размере 298 б.п. Таким образом, премия в доходности составила 20 б.п. (в цене 1,5 п.п.). Также с заметной премией ко вторичному рынку недавно разместились бонды VEB 23 (со ставкой купона 5,942% годовых), что привело к ценовому снижению близких по дюрации VEB 22. Появление премий на первичке отражает ожидания участников рынка в отношении дальнейшего роста процентных ставок и в сегменте GEM в условиях повышения доходностей базовых активов.
- **Ориентир от Альфа-Банка (BB+/Ba1/BBB-) почти без премии к рынку.** Предложение новых бумаг от высококачественных банков не убывает: вчера в маркетинге появились 3-летние облигации Альфа-Банка номиналом 10 млрд руб. с ориентиром по ставке купона 8,0-8,25% годовых (YTP 8,16-8,42%), который соответствует премии к кривой ОФЗ в 151-177 б.п. В сравнении со вторичным рынком этот ориентир не предполагает заметной премии: близкие по дюрации облигации Альфа-Банк-2 котируются с YTM 8,3% @ декабрь 2016 г. (= ОФЗ + 165 б.п.). Стоит отметить, что, несмотря на большое предложение бумаг банков 1-го эшелона, инвесторы все еще не требуют премий: в результате недавних размещений ставки купонов по 3-летним РСХБ (-/Baa3/BBB-) и МСП Банк (BBB/Baa2/-) были определены на уровнях 8,1% и 8,25% годовых (вблизи котировок облигаций эмитентов на вторичном рынке). Из этих выпусков более интересными выглядят бумаги МСП Банка.
- **Совкомфлот (BB+/Ba2/BB): сезонность в 3 кв. оказала небольшой позитивный эффект.** Вчера компания опубликовала отчетность за 3 кв. 2013 г. по МСФО, которую мы оцениваем нейтрально на фоне сезонного роста активности на рынке транспортировки энергоносителей. Несмотря на по-прежнему удручающее состояние фрахтовых ставок (по данным Clarksea, они находятся на уровне 2009 г., самом низком за последние 20 лет), компании удалось продемонстрировать рост ключевых финансовых показателей благодаря консервативной фрахтовой политике и диверсификации бизнеса. Выручка (в ТЧЭ) выросла на 10% кв./кв. до 241 млн долл., а EBITDA - на 6% кв./кв. до 108 млн долл. Восстановление оборотного капитала (против существенного сезонного сокращения во 2 кв.) привело к умеренному снижению операционного денежного потока. Однако пик инвестиций был пройден во 2 кв., поэтому объем капвложений в 102 млн долл. был полностью покрыт из операционного потока. В результате долговая нагрузка незначительно снизилась - до 4,2x в терминах Чистый долг/LTM EBITDA. В настоящий момент при одном уровне доходности бондам SCFRU 17 (YTM 4,9%) мы предпочитаем выпуск CHMFRU 17, принимая во внимание более низкую долговую нагрузку Северстали (по итогам 3 кв. отношение Чистый долг/LTM EBITDA составило 2,2x).

Темы выпуска

- Alliance Oil: наводнение сократило денежные потоки
- ФосАгро: цены помешали целям

Alliance Oil: наводнение сократило денежные потоки

Операционный поток упал в 10 раз

Вчера компания Alliance Oil (В/-/В) опубликовала финансовые результаты по итогам 3 кв. 2013 г. по МСФО, которые мы оцениваем как слабые из-за отрицательного свободного денежного потока, существенного роста прочих операционных расходов и увеличения долговой нагрузки. Однако стоит отметить, что снижение рентабельности по EBITDA связано с тяжелыми условиями в регионе из-за сильного наводнения на Дальнем Востоке в 3 кв. 2013 г. В результате чистый операционный денежный поток упал в 10 раз кв./кв., а долговая нагрузка увеличилась до 2,9х Чистый Долг/EBITDA. Мы опасаемся, что совокупный отрицательный денежный поток в 2013 г. превысит наши ожидания (-300 млн долл.).

Ключевые финансовые показатели Alliance Oil

в млн долл., если не указано иное	3 кв. 2013	2 кв. 2013	изм.	9М 2013	9М 2012	изм.
Выручка	1 013,7	906,6	+12%	2 795,4	2 536,6	+10%
Операционная прибыль	116,4	113,2	+3%	321,4	420,4	-24%
Операционная рентабельность	11,5%	12,5%	-1 п.п.	11,5%	16,6%	-5,1 п.п.
EBITDA	176,3	175,4	+1%	505,4	565,1	-11%
Рентабельность по EBITDA	17,4%	19,3%	-1,9 п.п.	18,1%	22,3%	-4,2 п.п.
Чистая прибыль	61,7	40,0	+54%	145,8	290,8	-50%
Чистая рентабельность	6,1%	4,4%	+1,7 п.п.	5,2%	11,5%	-6,3 п.п.
Операционный денежный поток	18,0	195,2	-91%	187,6	427,5	-56%
Капитальные вложения	-165,2	-151,0	+9%	-484,5	-582,1	-17%
Свободный денежный поток	-147,2	44,2	-	-296,9	-154,6	+92%
в млн долл., если не указано иное				30 сен. 2013	30 июня 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				2 177,9	2 158,7	1%
Краткосрочный долг				485,8	383,8	27%
Долгосрочный долг				1 692,2	1 774,9	-5%
Чистый долг				1 902,0	1 760,9	8%
Чистый долг/EBITDA LTM*				2,9х	2,5х	15%

* EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Компании будет трудно выполнить план по добыче в 2014 г.

В 3 кв. 2013 г. консолидированная среднесуточная добыча углеводородов сократилась на 1% кв./кв. из-за падения добычи нефти на 2% кв./кв. Тем не менее, мы уверены, что компания сможет выполнить план по двухзначному росту производства углеводородов в этом году за счет увеличения добычи газа. Ранее компания планировала обеспечить рост данного показателя как минимум на 10% ежегодно до 2015 г. Однако мы полагаем, что уже в 2014 г. фактические цифры будут ниже прогнозов, так как потенциал газовых месторождений будет большей частью выработан уже в этом году. В 3 кв. доля газа в общей добыче составила 14%, тогда как в долгосрочной перспективе Alliance Oil планировала нарастить данный показатель до 20%. На телеконференции менеджмент не предоставил обновленный план по производству на 2014-2015 гг., а лишь подтвердил первоначальные прогнозы на 2013 г.

Alliance Oil увеличила выручку за счет роста переработки

В секторе переработки Alliance Oil продемонстрировала сильные результаты, увеличив ее на 13% кв./кв., что и позволило улучшить общие финансовые показатели кв./кв. Объем реализации нефтепродуктов вырос на 8% кв./кв., несмотря на сильное наводнение в регионе в августе-сентябре. Чистая выручка сегмента возросла на 18% кв./кв. до 865 млн долл. в основном за счет роста цен на мировых рынках.

Прочие расходы не позволили увеличить рентабельность

Несмотря на благоприятную ценовую конъюнктуру и высокие операционные показатели в сегменте переработки, рентабельность по EBITDA сократилась с 19,3% до 17,4%. Причиной стал существенный рост прочих операционных расходов до 39,5 млн долл. по сравнению с 6,7 млн долл. во 2 кв. 2013 г., что связано с наводнением. По данным компании, увеличение расходов за 9 мес. 2013 г. по этой статье связано с признанием резервов на 15,8 млн долл. и пожертвований в благотворительный фонд им. З. Бажаева на 24,5 млн долл. Но стоит отметить, что компании удалось удержать показатель EBITDA/барр. н.э. собственной добычи на уровне 31 долл./барр. н.э.

Рабочий капитал вырос на 148 млн долл.

Наводнение на Дальнем Востоке отразилось и на чистом операционном денежном потоке, который сократился в 10 раз кв./кв. до 18 млн долл. при валовом операционном потоке в 166,4 млн долл. (+36% кв./кв.). Вынужденный рост рабочего капитала на 148,4 млн долл. не оставил шансов компании продемонстрировать положительный свободный денежный поток. Капитальные вложения выросли на 9% кв./кв. до 165 млн долл., что лишь на 1,2 млн долл. ниже уровня общего операционного денежного потока. Таким образом, отрицательный свободный денежный поток за 9М 2013 г. составил 297 млн долл.

НК Альянс привлекла кредит Сбербанка под 5,3% годовых

На телеконференции менеджмент не представил обновленных прогнозов развития компании. Напомним, планы по капитальным вложениям по-прежнему остаются на уровне 680-780 млн долл. на 2013 г. Соответственно, в 4 квартале Alliance Oil может потратить на капвложения около 270-370 млн долл. Мы полагаем, что компании не удастся сгенерировать положительный свободный денежный поток в 4 кв. 2013 г., что приведет к росту долговой нагрузки в отношении Чистый долг/ЕБИТДА. Кроме того, в ноябре НК Альянс привлекла кредит Сбербанка на сумму 700 млн долл. для реконструкции Хабаровского НПЗ (на 10 лет под 5,3% годовых). Отметим, что ставка по кредиту выглядит заметно ниже доходности бонда VOSTOK 20 (YTM 7,0%).

Alliance Oil отказывается от миноритариев

Напомним, Alliance Group, владеющая 45% обыкновенных акций Alliance Oil Company и контролируемая семьей Бажаевых, объявила об оферте акционерам Alliance Oil, владеющим обыкновенными и привилегированными акциями компании. Alliance Group намерена полностью консолидировать компанию и провести ее делистинг. Выкуп акций (1,2 млрд долл.) и конвертируемых бондов VOSTOK 14 (278 млн долл.) будут осуществлены за счет кредита ГПБ, который привлекается на компанию Alford, находящуюся за периметром консолидации Alliance Oil Company. Как следствие, сделка (в случае ее одобрения) не приведет к увеличению долговой нагрузки, размер которой ограничивается ковенантой по евробонду на уровне 3,5x в терминах Чистый долг/LTM EBITDA.

Бонды VOSTOK 20 выглядят недооцененными

Рублевые облигации НК Альянс неликвидны. Длинные выпуски Альянс-4,6 котируются на уровне YTM 9,0-9,3% @ июнь 2016 г. (=ОФЗ + 250-280 б.п.). Евробонды VOSTOK 20 (YTM 7,07%) полностью нивелировали ценовой рост, который был вызван слухами о покупке Альянса крупным акционером, и сейчас торгуются с минимальным дисконтом к TRUBRU 20 (YTM 7,17%). Позитивным моментом для кредитного качества компании (косвенно свидетельствующим о наличии интереса к компании со стороны крупной нефтегазовой компании) является появление недорогих и длинных кредитов от госбанков. Мы рекомендуем VOSTOK 20 к покупке, считая их недооцененными в сравнении с кривой Роснефти/Газпрома (премия составляет 240 б.п.).

ФосАгро: цены помешали целям

Результаты ФосАгро умеренно негативны из-за роста запасов, капвложений и долга

ФосАгро (BBB-/Ваа3/BB+), второй в мире производитель фосфатных удобрений, опубликовал финансовые результаты за 3 кв. 2013 г., которые мы оцениваем умеренно негативно. Несмотря на рост выручки и ЕБИТДА благодаря сезонному спросу на российском рынке и жесткому контролю над затратами, ключевыми негативными моментами отчетности стали существенный рост оборотного капитала (увеличение запасов готовой продукции, реализованной после отчетного периода), капзатрат (пик инвестиций в этом году пришелся на 3 кв.) и, как следствие, долговой нагрузки.

Гибкая производственная модель по-прежнему позволяет компании работать со 100% загрузкой на фоне сохраняющейся негативной конъюнктуры на рынке фосфатных удобрений, тогда как в среднем по рынку этот показатель ниже 70% (Mosaic - 88%, ОСР - 50-60%, китайские производители - 50-70%). Дополнительный спрос со стороны российских сельхозпроизводителей привел к росту объемов продаж в 3 кв.

Показатель Чистый долг/LTM EBITDA продолжил расти - до 1,4x, превышая целевой уровень 1,0x, однако рост был связан, в первую очередь, с консолидацией дочерних обществ (пик расходов приходится на этот год). Без учета этого эффекта чистый долг составил 1,1x LTM EBITDA. На фоне продолжающегося падения цен компания уже не так оптимистична по срокам возврата к целевому показателю (ранее ожидалось, что уровень будет достигнут уже к концу года). Менеджмент сообщил, что консервативно ожидает возврата к уровню 1,0x к 2015 г.

Ключевые финансовые показатели ФосАгро

в млн руб., если не указано иное	3 кв. 2013	2 кв. 2013	изм.	3 кв. 2012	изм.
Выручка	27 561	24 813	+11%	28 878	-5%
ЕБИТДА	6 490	5 853	+11%	10 057	-35%
Рентабельность по ЕБИТДА	23,5%	23,6%	-0,1 п.п.	34,8%	
Чистая прибыль	4 324	1 479	+2,9х	8 318	-48%
Операционный поток	1 472	10 321	-86%	3 237	-55%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-5 916	-3 922	+51%	-2 820	+2,1х
Капвложения	-5 964	-4 148	+44%	-3 187	+87%
Финансовый поток	-5 695	-6 674	-15%	-1 193	+4,8х
в млн руб., если не указано иное	30 сент. 2013	30 июня 2013	изм.		
Совокупный долг, в т.ч.	48 516	48 498	0%		
Краткосрочный долг	18 086	18 210	-1%		
Долгосрочный долг	30 430	30 288	0%		
Чистый долг	39 712	29 441	+35%		
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	1,4х	1,0х	-		

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Сезонный спрос в России повысил результаты...

Выручка ФосАгро выросла на 11% кв./кв. в 3 кв. 2013 г. на фоне роста объемов продаж на 8% кв./кв. до 1,44 млн тонн и ослабления рубля, что было частично компенсировано продолжающимся падением цен на удобрения (к примеру, средняя цена ДАФ снизилась на 20% до 444 долл./т FOB Балтика за квартал).

... однако конъюнктура рынка остается слабой

Отметим, что текущая цена на ДАФ 360 долл./т существенно ниже, чем общие денежные затраты маржинальных производителей (например, 440 долл./т у индийских производителей, а средний уровень по индустрии составляет 420 долл./т), что должно оказать поддержку ценообразованию перед началом весеннего сезона.

ЕБИТДА выросла пропорционально выручке благодаря снижению расходов на газ и покупной аммиак за счет сокращения производства азотных удобрений. Кроме того, временный рост расходов на персонал связан с программой сокращения и соответствующих выплат выходных пособий (компания ожидает положительный эффект уже в 2014 г.). Рентабельность по ЕБИТДА не изменилась и составила 23,5% в 3 кв. 2013 г. против 23,6% кварталом ранее.

Компания планирует сократить инвестиции до целевого уровня в 2014 г.

Операционный денежный поток за период упал с 10 321 млн руб. до 1 472 млн руб. из-за существенного роста оборотного капитала, связанного с увеличением запасов, которые были проданы после отчетной даты. Компания прогнозирует нормализацию оборотного капитала уже в 4 кв. 2013 г. На 3 кв. пришелся пик капвложений в размере 6 млрд руб. из-за первой выплаты по новому проекту аммиака. Отметим, что в настоящее время программа капвложений на последующие годы корректируется, чтобы вернуться к целевому уровню не более 50% ЕБИТДА (будет превышен в этом году) в случае дальнейшего ухудшения ситуации.

PHORRU 18 - лучшая альтернатива URKARM 18

В настоящий момент бонды PHORRU 18 котируются с дисконтом 50 б.п. к выпуску URKARM 18, что является справедливым уровнем, учитывая различие в конъюнктуре рынка сложных и калийных удобрений. Мы предпочитаем бонды PHORRU 18, поскольку в отношении Уралкалия сохраняется риск потери инвестиционного рейтинга как по причине роста долговой нагрузки, так и снижения цен на калийные удобрения.

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

[«Мантры» стимулирования экономики](#)

[Промпроизводство РФ в августе: на нуле](#)

[Макростатистика августа: инвестиционный пессимизм](#)

Инфляция

[Инфляция в РФ «заходит на посадку»](#)

Валютный рынок

[ЦБ продолжает ослаблять контроль над курсом](#)

[Минфин не будет покупать валюту по новой схеме в 2013 г. — почти нейтрально для рубля](#)

[Рубль и валюты других стран GEM: есть разница](#)

Монетарная политика ЦБ

[Тихая революция монетарной политики?](#)

Рынок облигаций

[ОФЗ: лебедь, рак и щука](#)

[Приход Euroclear/Clearstream в корпоративный сегмент «повис в воздухе»](#)

Платежный баланс

[МЭР планирует повысить прогноз оттока капитала](#)

[Профицит торгового баланса демонстрирует постоянство: нейтрально для рубля](#)

Ликвидность

[Ликвидность: ставки по осени считают?](#)

[Новый аукцион ЦБ - иллюзия снижения ставок?](#)

[Аукцион ЦБ: дефицита ликвидности нет?](#)

Бюджет

[Приватизация - не панацея](#)

[Досрочное "распечатывание" ФНБ](#)

[Для экономических стимулов ничего не жалко, даже Резервного фонда](#)

[Бюджетная арифметика вселяет надежды](#)

Долговая политика

[Минфин в 3 кв. планирует разместить ОФЗ на 270 млрд руб.](#)

Банковский сектор

[В поиске экономических стимулов акцент сместился на банковскую систему](#)

[Новые уточнения к Положению №395-П](#)

[Валютные метаморфозы: новый фактор спроса на госфондирование](#)

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 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
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.