

## Пульс рынка

---

- **Рост экономики США хуже ожиданий.** Вчера данные по ВВП США вышли хуже ожиданий: рост экономики в 3 кв. составил 2,0% в годовом выражении при прогнозе 2,5%. Давление оказала динамика инвестиций в основные средства, а также личного потребления. После череды довольно позитивной статистики вчерашние данные преподнесли неприятный сюрприз. В случае ухудшения состояния экономики США вновь актуальным станет вопрос количественного смягчения, которое тем не менее может не найти поддержки у республиканцев. Сегодня интерес для рынков представляют данные по безработице, заказам на товары длительного пользования и уверенности потребителей. Слабые данные из США на фоне неопределенности разрешения кризиса еврозоны увеличили спрос на безрисковые активы: доходность 10Y UST вплотную приблизилась к YTM 1,90%.
- **Стресс-тест банков для повышения уровня доверия.** Судя по снижению уровня доверия на межбанковском рынке, о чем свидетельствует расширение спреда LIBOR-OIS до максимума с 2009 г., негативное влияние европейского кризиса угрожает стабильности всей банковской системы. ФРС США объявила о проведении стресс-теста крупнейших банков, используя довольно жесткие сценарии, которые, в частности, предполагают падение ВВП на 8%, индексов акций на 52% и повышение уровня безработицы до 13% за период с 3 кв. 2011 г. до 4 кв. 2012 г. Аналогичный тест ФРС проводила в мае 2009 г. В результате было выявлено 10 банков, нуждавшихся в увеличении капитала. Интерес представляют действия регулятора в случае выявления большого числа крупных банков с низкой достаточностью капитала. В разгар прошлого кризиса государство проводило вливания в капитал банков, а также выкуп на баланс ФРС проблемных активов (которыми тогда были ипотечные бумаги). Сейчас действия регулятора могут заметно отличаться, поскольку проблемными активами выступают, главным образом, суверенные и корпоративные долги еврозоны. Слабые результаты стресс-теста могут стать поводом для более сильного давления на ЕЦБ со стороны США для включения печатного станка. Пока представители ЕЦБ вместе с Германией отклоняют предложения как по выпуску единых облигаций еврозоны, так и по использованию баланса ЕЦБ для выкупа суверенных долгов в неограниченном объеме, поскольку количественное смягчение не будет способствовать бюджетным реформам и сокращению дефицитов.
- **Ухудшение внешнего фона снизит спрос на ОФЗ.** На сегодняшнем аукционе Минфин предложит 4-летние ОФЗ 25079 в объеме 10 млрд руб. с ориентиром YTM 7,90-7,95%, что соответствует дисконту к рынку (последние сделки проходили на уровне YTM 7,98%). Котировки ОФЗ в последнее время демонстрируют нисходящую ценовую динамику вслед за повышением стоимости бивалютной корзины (сегодня торги начались на уровне 36,10 руб., +10 копеек к закрытию) на фоне снижения котировок нефти Brent и негативной динамики акций. С момента размещения на последнем аукционе 10-летние ОФЗ 26205 подешевели на 65 б.п. ниже 95% от номинала (или выше YTM 8,53%). Мы считаем участие в аукционе неинтересным, ожидая дальнейшего снижения котировок.
- **Ликвидность пополнилась из бюджета.** Низкий спрос на вчерашнем аукционе Минфина (1 банк привлек 8 млрд руб. из предложенных 95 млрд руб., ставка 5,89%) был ожидаемым. Как мы и предполагали, основную часть погашаемых сегодня депозитов банки профинансируют за счет более дешевого (5,26%) недельного РЕПО с ЦБ (зачисление средств сегодня), которое пролонгировано практически в полном объеме (254,8 млрд руб. против 261,3 млрд руб. на прошлой неделе). Чистые поступления из бюджета составили вчера примерно 45 млрд руб. За счет этого банки несколько сократили общий уровень задолженности по РЕПО с ЦБ (до 518 млрд руб.). Наблюдаемый приток бюджетных средств позволит смягчить прохождение уплаты НДС и акцизов (до 25 ноября в сумме ~220 млрд руб.).

## Темы выпуска

---

- Alliance Oil: переработка добавила прибыли
  - Акрон: позитивные результаты на фоне высоких цен
-

## Alliance Oil: переработка добавила прибыли

**Позитивные результаты за 3 кв. в отношении долга и рентабельности**

Нефтяная компания Alliance Oil Company (B+/-/В) опубликовала финансовые результаты по МСФО за 3 кв. и 9М 2011 г., которые в целом мы оцениваем позитивно. Рост показателя EBITDA за квартал составил 34% г./г. (до 174 млн долл.) на фоне более быстрого повышения выручки на 37% (до 794 млн долл.). Несмотря на высокие капитальные расходы (на разработку Колвинского месторождения и модернизацию Хабаровского НПЗ было потрачено 226 млн долл.) долг компании в 3 кв. в сравнении с предыдущим кварталом снизился на 98 млн долл. в абсолютном выражении и с 3,15х до 2,74х в отношении к LTM EBITDA.

## Ключевые финансовые показатели Alliance Oil

в млн долл., если не указано иное	3 кв. 2011	2 кв. 2011	изм.	3 кв. 2011	3 кв. 2010	изм.
Выручка	794	784	+1%	794	581	+37%
Валовая выручка	233	193	+21%	233	173	+35%
Валовая рентабельность	29,3%	24,6%	+4,7 п.п.	29,3%	29,8%	-0,5 п.п.
EBITDA	174	124	+40%	174	130	+34%
Рентабельность по EBITDA	21,9%	15,8%	+6,1 п.п.	21,9%	22,4%	-0,5 п.п.
Чистая прибыль	63	56	+12%	63	85	-26%
Чистая рентабельность	7,9%	7,1%	-0,8 п.п.	7,9%	14,6%	-6,7 п.п.
Операционный поток	220	0	-	220	66	+3,3х
Инвестиционный поток, в т.ч.	-233	-219	+6%	-233	-171	+36%
Капвложения	-226	-220	+3%	-226	-147	+54%
Финансовый поток	-5	312	-	-5	65	-
в млн долл., если не указано иное				30 сент. 2011	31 дек. 2010	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				1 567	1 040	+51%
Краткосрочный долг				55	127	-2,3х
Долгосрочный долг				1 512	912	+66%
Чистый долг				1 377	941	+46%
Чистый долг/EBITDA LTM*				2,41х	2,15х	-

\* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Начало добычи на Колвинском месторождении обусловило повышение выручки**

Рост выручки в 3 кв. произошел как в сегменте нефтепереработки на 35% г./г., так и в нефтедобыче на 48%, при этом в сравнении с предыдущим кварталом рост наблюдался лишь в сегменте нефтедобычи (на 9% кв./кв.), а выручка от переработки не изменилась.

Основным фактором повышения выручки upstream сегмента по сравнению со 2 кв. 2011 г. стало увеличение объема внешних продаж на 24% до 2,6 млн барр., в то время как цены netback на сырую нефть, поставляемую на экспорт, снизились на 11,5%, что стало следствием эффекта ножниц Кудрина. Компания увеличила долю нефти, поставляемой на экспорт с 57% до 62%. Наибольший вклад в рост продаж нефти внесла Тимано-Печора (+36% кв./кв.) за счет запуска в сентябре добычи на Колвинском месторождении, что позволило увеличить суточную добычу нефти на 50% до 64 тыс. барр. В связи с необходимостью осуществления дополнительных геологических работ компания сможет добыть 18 млн барр. по итогам 2011 г., в то время как планировалось 20 млн барр.

Стабилизация выручки от нефтепереработки обусловлена незначительным повышением объема продаж, которое было компенсировано снижением цен netback на нефтепродукты (в том числе по причине более высоких экспортных пошлин, а также ослабления рубля). Компания планирует переработать 26,5 млн барр. по итогам 2011 г., что выше изначально планируемых 25 млн барр. Поскольку ХНПЗ уже работает с высокой загрузкой, дальнейший рост переработки будет происходить по мере завершения модернизации в 2012 г.

**Наибольший вклад в EBITDA внесла переработка благодаря повышению ее эффективности**

Снижение цен netback на сырую нефть привело к снижению показателя EBITDA/барр. на 2,2 долл. кв./кв. до 20,6 долл. Рентабельность по EBITDA upstream сегмента составила 42,3%. По мере разработки Колвинского месторождения позитивное влияние на маржу от добычи продолжит оказывать наращивание добычи на участках, освобожденных от НДСП.

Расширение ценового спреда между нефтепродуктами и сырой нефтью привело к почти двукратному росту EBITDA/барр. по сегменту нефтепереработки до 14 долл., при этом рентабельность по EBITDA выросла до 15,2%. Поддержку операционной эффективности оказало снижение переработки собственной нефти на ХНПЗ, что привело к уменьшению транспортных расходов на 6,5% кв./кв. Доля downstream сегмента в общем показателе EBITDA кв./кв. увеличилась с 38% до 55%.

**Операционный поток почти покрыл сарех**

Увеличение EBITDA почти на 40% кв./кв., а также высвобождение средств из оборотного капитала (~75 млн долл.) обусловило значительное повышение операционного денежного потока (220 млн долл.), что сопоставимо с объемом капитальных затрат, которые составили 226 млн долл.

**До конца года мы ожидаем снижения долговой нагрузки**

Исходя из годового инвестплана, в 4 кв. компании предстоит потратить около 214 млн долл., что, по нашим оценкам, может быть профинансировано преимущественно за счет собственного операционного потока. Исходя из текущего уровня рентабельности, добыча нефти в объеме 5,9 млн барр. образует EBITDA в размере 120 млн долл., а переработка генерирует еще порядка 70-80 млн долл. По итогам года при сохранении благоприятной конъюнктуры на сырьевом рынке мы ожидаем, что EBITDA достигнет 650 млн долл., а отношение Долг/EBITDA составит 2,5x (по оценкам самой компании на середину года, прогнозный показатель на конец 2011 г. - 3,0x).

**Низкие краткосрочные риски рефинансирования**

Почти 88% долга имеет срок до погашения более двух лет, что снимает краткосрочные риски рефинансирования, при соблюдении ковенант по евробонду AllianceOil15, которые ограничивают отношение Долг/EBITDA значением 3,5x. Реконструкцию ХНПЗ планируется осуществлять за счет долгосрочных кредитных линий ВЭБа (790 млн долл.), из которых в настоящий момент выбрано порядка 280 млн долл. До конца года мы не ожидаем предложения новых облигаций (зарегистрировано 5 выпусков на 25 млрд руб.).

**СП с Repsol - фактор изменения кредитного профиля**

Планы по капитальным расходам на 2012 г. в ходе конференц-звонка озвучены не были. К фактором, поддерживающим кредитный профиль эмитента, мы относим создание СП с Repsol (в котором доля AllianceOil составит 51%, подписание соглашения ожидается до конца года), которое может увеличить объем добытой нефти до 32 млн барр. в 2012 г., что превысит объем перерабатывающих мощностей. В то же время новый проект может стать фактором повышения долговой нагрузки.

**В среднесрочной перспективе нарушение ковенант по евробонду маловероятно**

По нашим расчетам, при текущем размере долга рост долговой нагрузки до критического с точки зрения ковенант уровня 3,5x может произойти при снижении показателя EBITDA/барр. более чем на 50% от текущих уровней для добывающего сегмента (до 11 долл.) и более чем на 30% для переработки (до 10 долл.). Этот сценарий может реализоваться при падении средней цены на нефть URALS ниже 75 долл./барр. в 2012 г., что мы считаем маловероятным, учитывая наблюдаемую сейчас устойчивость котировок нефти к высокой волатильности финансовых рынков.

**Высокая волатильность рынка нивелирует потенциал сужения кредитного спреда**

Наиболее ликвидный выпуск Альянс БО-1 торгуется в пределах YTP 10,0-11,65% @ февраль 2014 г., что выглядит дороговато. Мы также не видим спекулятивных торговых идей в евробондах эмитента, принимая во внимание длинную дюрацию выпуска AllianceOil 15 (YTM 9,8%). С фундаментальной точки зрения, мы ожидаем улучшения кредитного качества эмитента, что в нормальных рыночных условиях должно транслироваться в сужение кредитного спреда. Конвертируемые бонды AllianceOil 14 торгуются на 4-5 п.п. выше номинала, что отражает временную стоимость встроенного call-опциона на SDR, который сейчас находится глубоко вне денег (цена SDR на 35% ниже страйка).

## Акрон: позитивные результаты на фоне высоких цен

Вчера Акрон (-/B1/B+), один из ведущих российских производителей азотных и сложных удобрений, представил сильные финансовые результаты за 3 кв. и 9М 2011 г. по МСФО.

### Ключевые финансовые показатели Акрона

в млн руб., если не указано иное	3 кв. 2011	3 кв. 2010	изм.	9М 2011	9М 2010	изм.
Выручка	16 342	10 595	+54%	46 220	32 431	+43%
Валовая выручка	7 507	4 184	+79%	20 985	12 665	+66%
Валовая рентабельность	45,9%	39,5%	+6,4 п.п.	45,4%	39,0%	+6,4 п.п.
ЕБИТДА	5 129	1 805	+2,8х	14 232	6 401	+2,2х
Рентабельность по ЕБИТДА	31,4%	17,0%	+14,4 п.п.	30,8%	19,7%	+11,1 п.п.
Чистая прибыль	3 646	1 520	+2,4х	10 413	4 029	+2,6х
Денежные средства, направленные в оборотный капитал				- 2 908	-871	+3,3х
Чистый операционный поток				1 646	2 926	-44%
Инвестиционный поток, в т.ч.				-6 021	-3 948	+52%
капитальные затраты				-6 547	-3 587	+82%
Финансовый поток				7 044	257	+27,4х

  

в млн руб., если не указано иное	30 сент. 2011	31 дек. 2010	изм.
Краткосрочный долг	12 140	13 154	-8%
Долгосрочный долг	30 064	22 757	+32%
Совокупный долг	42 204	35 911	+18%
Чистый долг	32 041	28 973	+11%
Чистый долг/LTM ЕБИТДА*	1,7х	2,7х	-

\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Высокие цены обеспечили увеличение выручки...**

Выручка в 3 кв. выросла на 54% г./г., за 9М 2011 г. – на 43% г./г., что было обеспечено как благоприятной ценовой конъюнктурой (цены в среднем выросли на 40-50% относительно уровня 2010 г.), так и увеличением объемов реализации (отгрузка азотных и сложных удобрений за 9М 2011 г. возросла на 11% г./г.).

**... и существенный рост ЕБИТДА**

Более низкие темпы роста себестоимости и операционных расходов обусловили увеличение показателя ЕБИТДА более чем вдвое и в 3 кв. и за 9М 2011 г. Рентабельность по ЕБИТДА достигла отметки 31,4% по итогам квартала, за 9М 2011 составив 30,8% против 19,7% за 9М 2010 г.

Существенному увеличению чистой прибыли за 9М 2011 г. (+2,6х), помимо повышения операционной прибыли, поддержку оказала продажа лицензий на разработку 8 калийных участков в Канаде за 110 млн долл.

**Снижение операционного потока за счет оборотного капитала**

За 9М 2011 г. операционный денежный поток компании составил 1,6 млрд руб., снизившись на 44% г./г. в связи с инвестициями в оборотный капитал в размере 2,9 млрд руб. (за 9М 2010 г.- всего 871 млн руб.) При этом капвложения, которые увеличились почти вдвое до 6,5 млрд руб., были большей частью профинансированы за счет привлечения нового долга.

**Капвложения в 4 кв. могут быть профинансированы без привлечения нового долга**

Капитальные затраты на 2011 г. озвучены компанией на уровне 335-365 млн долл. (~10-11 млрд руб.), большая часть которых (около 6 млрд руб.) будет направлена в фосфатный проект Олений Ручей (запуск первой очереди запланирован на 1П 2012 г.). По нашим оценкам, в последнем квартале этого года компании предстоит вложить еще около 4 млрд руб., что, на наш взгляд, скорее всего не потребует привлечения нового долга и может быть профинансировано из операционного потока, либо из накопленных денежных средств.

**В ближайшие 5-10 лет компании предстоит вложить до 2,5 млрд долл.**

Ключевыми направлениями капвложений в ближайшие 5-10 лет для компании остаются фосфатный и калийный проекты. На 30 сентября 2011 г. на освоение фосфатного месторождения было направлено в совокупности 300 млн долл., до запуска 1 очереди в 1П 2012 г. будет потрачено еще около 120 млн долл., остальные ~600 млн долл. предстоит вложить до 2016 г. Инвестиции в калийный проект до 2018 г. составят 1,6 млрд долл.

Финансирование этих проектов будет осуществляться как за счет операционных потоков, накопленных денежных средств (10,5 млрд руб. на 30 сент. 2011), так и за счет постепенной продажи (в течение 3 лет) доли в Уралкалии, рыночная стоимость которой на конец 3 кв. составляла 18,5 млрд руб. Также мы не исключаем финансирования проектов за счет привлечения дополнительного долга или привлечения стратегического партнера (для калийного проекта).

**Долг за 9М 2011 г.  
вырос на 18% до 42,2  
млрд руб.**

Совокупный долг по итогам 9М 2011 г. составил 42,2 млрд руб., на начало года – 35,9 млрд руб. Долговая нагрузка (Чистый долг/ЕБИТДА), по нашим оценкам, с начала года снизилась до 1,7х с 2,7х исключительно за счет роста ЕБИТДА. Увеличение долга в основном произошло за счет выпуска во 2 кв. 2011 г. 2 выпусков облигаций на 7,5 млрд руб. В сентябре этого года компания прошла оферту по выпуску Акрон, 02, ближайшая оферта предстоит в мае 2012 г. по выпуску Акрон, 03 номиналом 3,5 млрд руб. Ликвидность в обращающихся бумагах эмитента достаточно низкая и котируются в диапазоне YTW 10-12,5%. На наш взгляд, в текущих условиях справедливый уровень доходности для коротких бумаг находится ближе к верхней границе этого диапазона.

## 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
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.