



24 марта 2015 г.

Мировые рынки

Евробонды РФ не отстают от GEM

Вчера долги GEM демонстрировали ценовой рост: так, длинные бонды Brazil 41 подорожали на 1,5 п.п. Не отстали от них и бонды РФ: выпуск Russia 42 подорожал на 2,5 п.п. до 92% от номинала, при этом премия к суверенным бондам Бразилии почти не изменилась (65 б.п.). По-видимому, на рынках усиливаются ожидания того, что текущие слабые макроданные по США (в т.ч. низкий уровень инфляции, в январе -0,7% м./м., данные за февраль выйдут сегодня) не позволят ФРС агрессивно повышать ключевую ставку (между вторым и первым повышением может быть длительная пауза). Доходность 10-летних UST опустилась на 1 б.п. до YTM 1,91%. Сохранению позитивных настроений сегодня не способствуют опубликованные слабые данные по PMI Китая.

Валютный и денежный рынок

Валютное РЕПО: банки сократили задолженность перед ЦБ

Вчера на валютных аукционах РЕПО банки привлекли у ЦБ 4,3 млрд долл. (в т.ч. 2,8 млрд долл. на 28 дней под 0,67% год.) из предложенных 7 млрд долл., у Казначейства один банк занял еще 200 млн долл. на 29 дней под 1% год. из предложенных 500 млн долл. Объем сегодняшних погашений составляет 7,4 млрд долл. Таким образом, по результатам вчерашних аукционов задолженность перед государством сократится на 2,2 млрд долл. до 30,5 млрд долл. (на 25 марта), что говорит о комфортном запасе валютной ликвидности в системе (возможность получения РЕПО у ЦБ исчерпана лишь у одного банка, что не оказывает влияния на денежный рынок). Спред 1-летних IRS - ХССУ составляет 120-140 б.п., что соответствует стоимости годового валютного РЕПО от ЦБ (1,2% год.). Также справедливо оценен и спред 1M OIS - FX swap (лок.) в 60-100 б.п. Таким образом, в настоящее время мы не видим потенциал для расширения базиса.

Рынок корпоративных облигаций

ТКС и БРС сделали предложения, от которых лучше не отказываться

Вчера сразу два российских розничных банка, специализирующихся на потребительском кредитовании, ТКС и БРС, объявили о досрочном выкупе своих евробондов. ТКС намерен выкупить АКВНС 15 (с купоном 10,75% год. номиналом 250 млн долл.) в объеме не более 125 млн долл. по цене 102,5% от номинала (до объявления бумаги котируются на уровне 101% от номинала, YTM 8,6% @ 19 ноября 2015 г.). Заявки будут приниматься до 27 марта. Отметим, что в обращении у ТКС также находится старый "суборд" АКВНС 18 (с купоном 14% год. номиналом 200 млн долл.), который котируется на 12 п.п. ниже номинала и имеет YTM 18,9% @ июнь 2018 г. Этот "суборд" учитывается в капитале по курсу на 01.01.2014 г. (32,66 руб. против текущего курса 58,8 руб.). Как следствие, мы считаем, что избыток валютной ликвидности эффективнее было бы направить именно на выкуп этих бумаг, но при условии, что у банка есть запас капитала.

БРС готов направить 150 млн долл. на частичный выкуп, который будет проводиться 27 марта в форме модифицированного голландского аукциона, двух старых "субордов" RUSB 15,16 и одного старшего выпуска RUSB 17 (суммарный объем в обращении - 814,1 млн долл.). По-видимому, у БРС образовался некоторый избыток валютных депозитов физлиц, ставка по которым (не выше 5,5% год.) существенно ниже доходности евробондов, выкуп которых не окажет влияния на капитал. Мы ожидаем, что наибольший объем на продажу будет предъявлен по субординированным выпускам, которые котируются на уровне 87% и 65% от номинала, соответственно. Исходя из этих котировок, инвесторы предполагают высокую вероятность неисполнения эмитентом своих обязательств в момент погашения бумаг. Также со значительным дисконтом по цене (порядка 50%) котируются субординированные выпуски RUSB 20, 24 (с условием loss absorption), что также отражает высокую вероятность частичного списания номинала (из-за недостаточного запаса капитала для покрытия проблемных кредитов). Напомним, что в конце прошлого года БРС удалось договориться с держателями старого "суборда" RUSB 18 о его конвертации в "суборд" нового образца RUSB 20, что позволило банку несколько улучшить достаточность капитала. Но давление на капитал продолжает оказывать высокий темп роста просроченной задолженности: по РСБУ в январе-марте просрочка выросла на 38,8% до 52,2 млрд руб., что составляет 23% всех выданных кредитов и превышает капитал 1-го уровня.

АЛРОСА: девальвация рубля повысила не только EBITDA, но и долг

Результаты за 4 кв. 2014 г. мы оцениваем в целом нейтрально. Существенный рост выручки и EBITDA кв./кв. обусловлен преимущественно резкой девальвацией рубля в декабре 2014 г., что в то же время привело к заметному увеличению долга в рублевом выражении (90% долга в долларах). Долговая нагрузка за 4 кв. повысилась с 1,7х до 1,9х Чистый долг/EBITDA. При этом мы отмечаем низкие риски ликвидности компании. Бонды ALROSA 20 (YTM 8,3%) оценены справедливо, предлагая премию 70 б.п. к выпуску PGILLN 20.

АЛРОСА: девальвация рубля повысила не только EBITDA, но и долг

Из-за девальвации рубля выросли не только выручка и EBITDA, но и долг

АЛРОСА (BB-/Ba3/BB) опубликовала финансовые результаты за 4 кв. 2014 г., которые мы оцениваем в целом нейтрально. Существенный рост выручки и EBITDA кв./кв. обусловлен преимущественно резкой девальвацией рубля в декабре 2014 г., что в то же время привело к заметному увеличению долга в рублевом выражении (90% долга в долларах). Долговая нагрузка за 4 кв. повысилась с 1,7х до 1,9х Чистый долг/EBITDA.

При этом мы отмечаем низкие риски ликвидности: краткосрочный долг (20,8 млрд руб.) снизился на 33% за 4 кв. (за счет пролонгации кредита ВТБ на 600 млн долл. до 2018 г.) и полностью покрывается накопленными денежными средствами (21,7 млрд руб.). Весь краткосрочный долг номинирован в рублях - это локальные облигации серий 20, 21, 22, 23, БО-1, БО-2.

Ключевые финансовые показатели АЛРОСА

В млн руб., если не указано иное	4 кв. 2014	3 кв. 2014	изм.	2014	2013	изм.
Выручка	60 252	42 118	+43%	207 159	168 505	+23%
EBITDA	28 016	18 552	+51%	93 857	69 100	+36%
Рентабельность по EBITDA	46,5%	44,0%	+2,5 п.п.	45,3%	41,0%	+4,3 п.п.
Чистая прибыль/убыток	-29 616	-10 333	+2,9х	-16 832	31 837	-
Операционный поток	33 279	9 249	+3,6х	78 115	55 639	+40%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-12 691	-6 365	+2,0х	-30 888	-40 407	-24%
Капвложения	11 031	7 233	+52%	33 291	38 165	-13%
Финансовый поток	-27 592	-11 985	+2,3х	-42 383	-11 162	+3,8х
В млн руб., если не указано иное	31 дек. 2014			30 сент. 2014		
Совокупный долг, в т.ч.	197 160			164 439		
Краткосрочный долг	20 802			30 878		
Долгосрочный долг	176 358			133 561		
Чистый долг	175 467			141 015		
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,9х			1,7х		

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка росла за счет девальвации рубля и увеличения объемов продаж алмазов...

Общая выручка АЛРОСА в 4 кв. выросла на 43% кв./кв. до 60,2 млрд руб. Ее рост был обеспечен увеличением выручки от продаж алмазов ювелирного качества на 53% кв./кв. до 49,8 млрд руб. Наибольший вклад в этот рост внесла девальвация рубля (+12,9 млрд руб.), увеличение объемов реализации ювелирных алмазов повысило выручку еще на 9,6 млрд руб. При этом снижение средней цены реализации алмазов ювелирного качества на 12% кв./кв. (из-за изменения ассортимента продаж в результате поступления алмазов с Нижне-Ленского и Алмазов Анабара) оказало давление на выручку. Отметим, что компания не ставит целью улучшение ассортимента, поскольку считает необходимым реализацию всех добытых алмазов.

...также как и EBITDA на фоне скромного роста издержек

Показатель EBITDA повысился на 51% кв./кв. до 28 млрд руб., его динамика была обусловлена теми же факторами, что и рост выручки, а также более низкими темпами увеличения себестоимости (+24% кв./кв.). Так, расходы на оплату труда, на которые приходится треть всех издержек компании, выросли незначительно - на 2,5% кв./кв., на НДС - на 25% кв./кв., на топливо и энергию - на 19% кв./кв.

Чистый убыток в 4 кв. вырос втрое кв./кв. и составил 29,6 млрд руб. в связи с "бумажным" убытком от курсовых разниц (переоценка кредитного портфеля) в размере 50,7 млрд руб.

Операционный поток вырос значительно, капвложения снизились

Операционный денежный поток вырос за 4 кв. в 3,6 раза до 33,3 млрд руб., что было обеспечено заметным ростом доходов от основной деятельности, а также высвобождением средств из оборотного капитала в объеме 3,9 млрд руб. против инвестиций в него 8,3 млрд руб. в предыдущем квартале. Капвложения в 4 кв. в объеме 11 млрд руб. были полностью профинансированы из операционного потока, также как и за 2014 г. в целом. Капзатраты в 2014 г. снизились на 13% г./г. в результате сокращения вложений в недобывающий сегмент, в газовые активы, а также в связи с запуском 2-го модуля обогащательной фабрики на Севералмазе. Кроме того, часть затрат была перенесена на этот год. В 2015 г. компания планирует капитальные инвестиции на уровне 36 млрд руб. с последующим снижением до 30 млрд руб. в 2016 г., до 25 млрд руб. в 2017 г. и до 22 млрд руб. в 2018 г.

Компания по-прежнему планирует продажи из запасов

Компания по-прежнему придерживается прогноза, что в 2015 г. цены на алмазы вырастут на 3% г./г., что, наш взгляд, достаточно оптимистично. Так, в январе - феврале этого года наблюдалось падение спроса на рынке, в результате чего АЛРОСА снизила цены на свою продукцию на 3% в феврале.

Компания планирует увеличение объемов добычи с 38 до 40 млн карат к 2019 г. При этом она продолжит реализацию алмазов из запасов (+2 млн карат в 2015 г.), и целевым уровнем видит объем запасов в объеме 2,5-3 месяцев производства, или 10-11 млн карат.

В 2015 г. в планах АЛРОСА снизить долг на треть

В связи с заметным ростом свободного денежного потока компания планирует выплату дивидендов за 2014 г. на уровне 2013 г. (11 млрд руб.), а также досрочно погасить долг в объеме 1 млрд долл. в 2015 г., что может привести к снижению долговой нагрузки, по нашим оценкам, ниже 1,5x Чистый долг/EBITDA.

Продажа газовых активов является дополнительным источником средств

Кроме того, по-прежнему в планах компании продажа газовых активов. В апреле этого года завершаются работы по дополнительному разведочному бурению. Напомним, что в апреле 2014 г. сделка с Роснефтью сорвалась из-за расхождений по цене (активы примерно оценивались в 1,38 млрд долл.), и стороны фактически вновь вернулись на стадию due dilligence с осуществлением совместной деятельности, в частности, бурения дополнительных скважин для определения уровня запасов.

Бонды ALROSA 20 (YTM 8,3%) оценены справедливо, предлагая премию 70 б.п. к выпуску PGILLN 20. Для инвесторов, не чувствительных к антироссийским санкциям, мы рекомендуем покупать TMENRU 18 (YTM 7,8%) и TMENRU 20 (YTM 8,6%).

Ирина Ализаровская

irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru

+7 495 721 9900 (8674)

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843



Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Слабая макростатистика ноября: риски более серьезного падения ВВП в 2015 г.

Валютный рынок

Валютные директивы: насколько силен эффект на курс?

ЦБ запускает полноценное валютное кредитование

Рубль «пришел в чувства»

Валютного коридора больше нет

Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

Рынок облигаций

Кривая ОФЗ уплощается ниже ставок РЕПО

Не пора ли покупать ОФЗ?

В Ломбардный список могут попасть бумаги даже без рейтинга

Платежный баланс

Рубль не заметил улучшения платежного баланса

Инфляция

Инфляция: все выше и выше

Ликвидность

Ставки МБК: в шатком равновесии

Взлет ставок денежного рынка: кризис доверия и дефицит рублевой ликвидности

Монетарная политика ЦБ

ЦБ экстренно повысил ключевую ставку до 17%

Бюджет

Минфин закладывает траты из Резервного фонда

В 2015 г., вероятно, придется тратить Резервный фонд

Банковский сектор

Новые послабления для поддержки банков «на плаву»

ЦБ включает антикризисные механизмы

Экстренное удорожание фондирования от ЦБ не должно сильно сказаться на марже банков

Валютное РЕПО с ЦБ с рублевым залогом $\neq$ рублевое РЕПО + FX SWAP

Лишь треть проданной ЦБ валюты осела в банках РФ.



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Башнефть	Новатэк
БКЕ	Роснефть
Газпром	Татнефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	
Евраз	Русал
Кокс	Северсталь
Металлоинвест	ТМК
ММК	Nordgold
Мечел	Polyus Gold
НЛМК	Uranium One
Норильский Никель	
Распадская	

Транспорт

Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
------------	-------------------

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Лента
Магнит	
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

АИЖК	Банк Центр-инвест	КБ Ренессанс Капитал	Промсвязьбанк
Альфа-Банк	ВТБ	ЛОКО-Банк	РСХБ
Азиатско- Тихоокеанский Банк	ЕАБР	МКБ	Сбербанк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	НОМОС Банк	ТКС Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	ОТП Банк	ХКФ Банк



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

АО «Райффайзенбанк»

Адрес	119121, Смоленская-Сенная площадь, 28
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. 8674
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Вадим Кононов	(+7 495) 225 9146
Карина Клевенкова	(+7 495) 721-9983
Илья Жила	(+7 495) 221 9843

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
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень АО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность 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 и другие финансовые инструменты. 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.