

Пульс рынка

- ▶ **Подавленные настроения на внешних рынках.** Решение греческого вопроса в очередной раз было перенесено (еще на неделю до 20 ноября): европейские лидеры разошлись в своих взглядах на уровень долга страны в долгосрочной перспективе (ранее установленное целевое значение показателя Долг/ВВП на уровне 120%, очевидно, недостижимо). Кроме того, давление на рынки продолжает оказывать обсуждение вопроса fiscal cliff: некоторые республиканцы неожиданно выступили за повышение налога для американцев с высоким уровнем дохода, что ближе к позиции демократов. Индексы акций просели на 0,5%. В связи с темой fiscal cliff сегодня интерес представляет публикация отчета Казначейства США.
- ▶ **Темпы роста ВВП в 3 кв. опустились ниже 3%:** до 2,9% после 4% во 2 кв. 2012 г., что полностью совпало с нашими предварительными оценками. Мы ожидали такого развития событий, опасаясь, что последствия засухи повлекут за собой заметное падение выпуска с/х продукции в 3 кв. (на 5,4%, по Росстату). Однако засуха стала не единственной причиной ухудшения состояния российской экономики. Так, в 3 кв. было зафиксировано заметное снижение инвестиционной и производственной активности, дополняемое ослаблением потребительского спроса на фоне ускорения инфляции и замедления розничного кредитования. Если снижение внешнего спроса было предсказуемо, то усиление рисков сокращения внутреннего спроса, на которое, в том числе, указывает слабая статистика по импорту (преимущественно в инвестиционном сегменте), будет играть решающую роль в формировании динамики ВВП на ближайшие месяцы. Новые данные дают основания полагать, что для исполнения нашего годового прогноза по росту ВВП в 2012 г. на 3,7%, рост экономики в 4 кв. должен несколько превысить 3%, что в нынешних условиях, тем не менее, видится нам достижимым. В то же время, мы сохраняем нашу оценку умеренного ускорения роста экономики в 2013 г. до 3,9%, основываясь на позитивных ожиданиях по ценам на нефть: 114 долл./барр. против 111 долл./барр. в 2012 г.
- ▶ **Ак Барс нашел высокий спрос на 3-летние бонды.** Банк Ак Барс (-/B1/BB-) разместил евробонды в объеме 500 млн долл. со ставкой купона 8,75% годовых, что соответствует нижней границе первоначального ориентира (8,75-9,0% годовых). Отметим, что кредитный профиль банка поддерживается контролем со стороны республики Татарстан (через министерства, государственные организации и связанные компании). Так, в июле 2012 г. половина 10-летнего субординированного бонда (номиналом 600 млн долл.) была выкуплена ОАО "Связьинвестнефтехим" (крупнейший акционер банка). Спрос на бумаги банка 2-ого эшелона в условиях текущей коррекции рынка обусловлен, в том числе, их невысокой дюрацией. В то же время, заметную премию ко вторичному рынку новые бумаги Ak Bars 15 не имеют: близкие по дюрации бонды RSB 17 котируются на уровне YTP 8,5% @ июль 2015 г. Мы нейтрально относимся к новым бондам Ак Барса.

Темы выпуска

- ▶ РУСАЛ: дешевый алюминий отягощает долговое бремя
-

РУСАЛ: дешевый алюминий отягощает долговое бремя

Резкое падение EBITDA

Русал (-/-/-) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 3 кв. 2012 г. Ухудшение операционных показателей отразило продолжающееся снижение цен на алюминий в условиях высоких постоянных издержек производства. При снижении выручки на 9% кв./кв. (до 2,6 млрд долл.) показатель EBITDA снизился на 60% кв./кв. (до 130 млн долл.), рентабельность по EBITDA упала до 5% в 3 кв. против 12% кварталом ранее. Резкое сокращение LTM EBITDA привело к росту долговой нагрузки в терминах отношения Чистый долг/LTM EBITDA (с 6,6x во 2 кв. до 9,95x), несмотря на продолжающееся снижение объема чистого долга (на 145 млн долл. до 10,7 млрд долл.).

Операционные показатели на уровне ALCOA, однако долг заметно выше

Стоит отметить, что низкие операционные показатели в 3 кв. наблюдались в целом по отрасли. Так, рентабельность по EBITDA у крупнейшего в мире производителя алюминия ALCOA (BBB-/Baa3/BBB-) снизилась до 5% (при выручке 5,8 млрд долл.). Однако для кредитного профиля ALCOA такое ухудшение рыночной конъюнктуры не столь критично: отношение Чистый долг/LTM EBITDA составило 4,3x по итогам 3 кв. 2012 г. Кроме того, основные мощности по производству алюминия находятся в США, что является фактором, поддерживающим кредитный рейтинг компании (как правило, уровень суверенного рейтинга имеет высокую значимость в оценке кредитного риска).

Банки согласились на продление ковенантных "каникул"

Русалу в очередной раз удалось договориться о продлении ковенантных "каникул" до конца 2013 г. В 4 кв. компания планирует досрочно погасить кредит PXF в объеме 406 млн долл. (который по договору должен быть выплачен в 1П 2013 г.) за счет использования накопленных денежных средств (300 млн долл.), а также имеющихся кредитных линий.

Ключевые финансовые показатели Русала

в млн долл., если не указано иное	3 кв. 2012	2 кв. 2012	изм.	9М 2012	9М 2011	изм.
Выручка	2 555	2 830	-10%	8 267	9 485	-13%
Валовая прибыль	289	515	-44%	1 226	2 926	-2,4x
Валовая рентабельность	11,3%	18,2%	-6,9 п.п.	14,8%	30,8%	-16 п.п.
EBITDA	130	327	-2,5x	694	2 130	-3,1x
Рентабельность по EBITDA	5,1%	11,6%	-6,5 п.п.	8,4%	22,5%	-14,1 п.п.
Чистая прибыль	-154	-37	-4,2x	-117	1 211	-
Операционный поток	211	348	-39%	909	1 269	-28%
Инвестиционный поток, в т.ч.	205	-108	-	-24	-104	-4,3x
Капвложения	-87	-142	-39%	-353	-408	-13%
Финансовый поток	-139	-159	-13%	-627	-1 130	-44%

в млн долл., если не указано иное	30 сент. 2012	30 июня 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	11 604	11 477	+1%
Краткосрочный долг	780	471	+66%
Долгосрочный долг	10 824	11 006	-2%
Чистый долг	10 710	10 855	-1%
Чистый долг/EBITDA LTM*	9,95x	6,57x	-

* EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Негативное проявление эффекта ценового лага

Объемы производства алюминия в 3 кв. остались практически на уровне предыдущего кв. (-0,2%), при этом физические объемы реализации продолжили снижение на 3,5% кв./кв. (против -2,6% во 2 кв. 2012 г.). Поскольку изменение котировок на LME отражаются в ценах реализуемой продукции Русала с лагом 1-1,5 месяца, падение цены реализации в 3 кв. (6% кв./кв.) превысило спад цен на LME (3% кв./кв.). В 4 кв. эта особенность окажет небольшую поддержку операционным показателям компании (поскольку в сентябре-октябре произошел краткосрочный рост цен на первичный алюминий в диапазон 2 000-2 200 долл./т).

Продолжился рост продукции с добавленной стоимостью

В разрезе по регионам структура продаж не претерпела существенных изменений: доля Европы (37%) сократилась на 1 п.п. в пользу Азии (20%). Доля продукции с добавленной стоимостью продолжила расти в 3 кв. и составила 40% (38% во 2 кв. 2012 г.), при этом ее объем также увеличился (на 17 тыс. т до 417 тыс. т). Позитивным моментом стало повышение премии за продукцию компании до рекордных 218 долл./т (+18% кв./кв.).

Спот-цены на глинозем упали ниже себестоимости его производства

В то же время себестоимость производства алюминия в 3 кв. практически не изменилась и составила 1 936 долл./т (-0,6% кв./кв.), при этом цена реализации алюминия составила 2 115 долл./т, а средняя спот-цена алюминия на LME (с корректировкой на 1-месячный лаг) - 1 865 долл./т. Негативное давление на себестоимость оказали повышение цен на газ, используемого в электро-генерации на европейской части РФ с июля 2012 г., и транспортных тарифов (прежде всего на ж/д перевозки). Также из-за высокой себестоимости собственного производства глинозема в сравнении с рыночными ценами компания в 3 кв. вынуждена была закупать его у третьих сторон. Отметим, что Русал характеризуется избытком мощностей по производству глинозема. Закупка глинозема у третьих сторон вместе с постоянными издержками собственного производства обусловили 31% от общего снижения показателя EBITDA кв./кв.

Китай обусловил избыток алюминия на мировом рынке

По данным Русала, в 3 кв. избыток алюминия на мировом рынке составил 400 тыс. т (в то время как во 2 кв. дефицит был равен 635 тыс. т). Основной причиной появления избытка алюминия стало превращение Китая в нетто-экспортера этого металла в связи со снижением спроса внутри страны и вводом в эксплуатацию новых мощностей, субсидируемых правительством.

Основной приток ликвидности в 3 кв. обеспечили сокращение оборотного капитала и дивиденды от Норникеля

Операционный денежный поток составил 211 млн долл. (против 348 млн долл. во 2 кв.), что было обеспечено, главным образом, высвобождением средств из оборотного капитала в объеме 159 млн долл. (во 2 кв. из оборотного капитала пришло 47 млн долл.). Менеджмент Русала не ожидает дальнейшего сокращения оборотного капитала, напротив, в начале зимнего сезона в 4 кв. произойдет его сезонный рост (вследствие замедления скорости ж/д перевозок). Поддержку ликвидности оказали дивиденды, полученные по пакету акций Норильского Никеля (25% + 1), в объеме 267 млн долл. в 3 кв. В результате полученные дивиденды, а также высвобождение средств из оборотного капитала позволили Русалу выплатить проценты по долгу (434 млн долл.), а также произвести капитальные вложения (353 млн долл.) и нарастить объем денежных средств (на 258 млн долл.) до 877 млн долл. за 9М 2012 г.

В 2013 г. снижения долговой нагрузки, скорее всего, не произойдет

Ключевым фактором риска для компании остается высокий уровень долга, обслуживание которого требует порядка 570 млн долл. в год, в то время как при текущей рыночной конъюнктуре операционный поток составляет лишь 900 млн долл. (до изменений в оборотном капитале). Кроме того, завершение основных проектов (строительство БЭМО и Тайшетского алюминиевого завода) вместе с обслуживанием текущих мощностей требует 450-500 млн долл. Таким образом, в 2013 г. существенного сокращения долговой нагрузки, скорее всего, не произойдет.

К факторам, поддерживающим кредитное качество, относится структура долга: в 2013 г. предстоит погасить 1,3 млрд долл. (на 70% покрывается денежными ср-вами), при этом пик погашений в размере 6,5 млрд долл. приходится на 2016 г. Также стоит отметить довольно лояльное отношение к Русалу госбанков (прежде всего, Сбербанка).

Продажа пакета акций Норильского Никеля позволила бы заметно снизить долговую нагрузку (по нашим оценкам, до 2,0-2,5х в терминах отношения Чистый долг/EBITDA), однако по политическим причинам этого, скорее всего, не произойдет.

Облигации Русала неинтересны

Доходности Русал Братск-7,8 (УТР 14,5% при дюрации 1,2 и 2,2 лет) с середины мая выросли на 200-300 б.п. Мы не ожидаем восстановления аппетита на риск бумаг Русала ввиду сохраняющейся неопределенности развития рынка алюминия и растущей долговой нагрузки.

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	Uranium One
Никель	

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.