

Пульс рынка

- ▶ Главной новостью для рынков вчера стало сообщение в газете *Gardian* о том, что лидеры Германии и Франции уже достигли договоренности об увеличении объема EFSF с 440 млрд евро до 2 трлн евро, и что также было принято решение провести докапитализацию банков еврозоны (увеличить достаточность капитала 1-ого уровня до норматива 9%). Это сообщение, хоть и расходится со словами канцлера Германии (о том, что скорого разрешения проблем еврозоны ждать не стоит), подняло волну оптимизма на финансовых рынках. Курс евро укрепился до отметки 1,38 долл., а индексы акций подросли на 1-2%, компенсировав потери предыдущего торгового дня. Снижение суверенного рейтинга Испании агентством *Moody's* на две ступени до A1 было ожидаемым, поскольку ранее в этом месяце аналогичные рейтинговые действия были произведены *Fitch* и *S&P*. Также рынки нейтрально восприняли снижение агентством *S&P* рейтингов 24 итальянских банков, в том числе крупных *BMPS* и *UBI Banca*. В последнее время реакция рынков на негативные новости является более сдержанной, чем на позитивные (инвесторы стараются найти хоть какой-то повод для роста, даже если это просто слух). Возможно, это означает, что инвесторы уже успели сократить свои высоко спекулятивные позиции в рискованных активах и теперь выжидают удобного момента для входа. Также о сдутии пузыря на финансовых рынках говорит индекс *VIX*, который находится на уровне 30, в то время как за последний месяц интенсивных распродаж его значение колебалось в пределах 40-50.
- ▶ Спрос на 3-месячные депозиты Минфина, предложенные вчера в объеме 55 млрд руб. в 2,8 раза превысил предложение, при этом средневзвешенная ставка составила 7,64% годовых, что на 1,4 п.п. выше минимальной ставки аукциона. Судя по сохраняющемуся ажиотажному спросу на аукционах Минфина, банки предпочитают по максимуму использовать лимиты для получения беззалоговых кредитов. Тем не менее, средств Минфина банкам явно не хватает (в том числе по причине бюджетного профицита). Несмотря на то, что задолженность перед ведомством не снижается (оставаясь на уровне 1 трлн руб.), объем РЕПО с ЦБ продолжает расти. Более подробно см. в теме "Ликвидность: в фокусе РЕПО с ЦБ".
- ▶ Башнефть объявила о выкупе облигаций Башнефть-1,2,3 общим номиналом 50 млрд руб. (по которым предусмотрена оферта 21 декабря 2012 г.) по цене 105% от номинала в период с 26 по 27 октября. Объявленная цена выкупа соответствует YTP8,05% и предлагает некоторую премию к позавчерашним котировкам бумаг. В ходе вчерашних торгов цены облигаций Башнефти находились в диапазоне 103-106% от номинала при относительно больших объемах. Учитывая некоторую премию по цене выкупа к рынку, а также отсутствие бумаг в списке РЕПО, мы считаем, что данное предложение может заинтересовать многих держателей. Анализ кредитного качества Башнефти по результатам МСФО за 1П 2011 г. представлен в нашем ежедневном комментарии от 9 сентября.

Темы выпуска

- ▶ Ликвидность: в фокусе РЕПО с ЦБ
 - ▶ АЛРОСА: крепка как алмаз
-

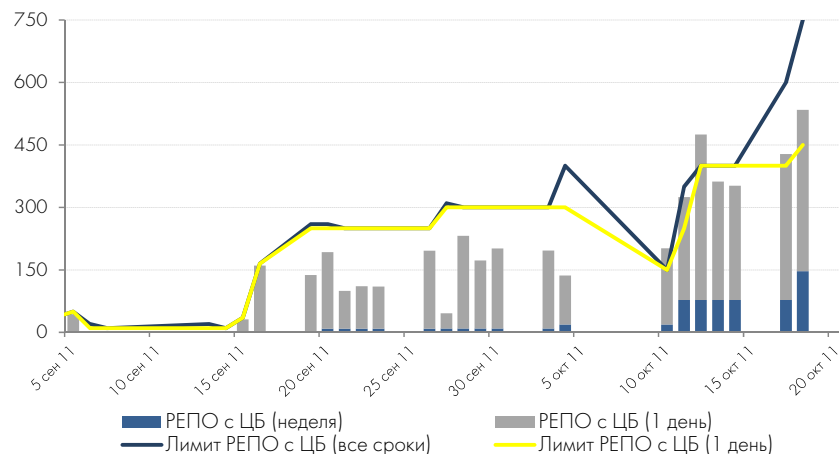
Ликвидность: в фокусе РЕПО с ЦБ

Улучшение внешнеэкономической ситуации позволяет несколько снизить прогноз по оттоку ликвидности в октябре

В начале октября мы провели детальное исследование ликвидности российского банковского сектора. Основным источником неопределенности при составлении прогноза являлся отток капитала и неясность позиции Минфина в вопросе пролонгации банковской задолженности по депозитам.

С тех пор внешнеэкономическая ситуация несколько улучшилась, что способствовало ослаблению напряженности на локальном валютном и фондовом рынках, и, как следствие, снижению давления на рублевую ликвидность. Кроме того, прошедшие в сентябре-октябре депозитные аукционы Минфина с погашением в январе-марте 2012 г. подтвердили наши предположения о готовности ведомства перенести как минимум треть (291 млрд руб.) задолженности банков перед Минфином (1 трлн руб.) за рамки текущего года, что также позитивно для ликвидности.

Динамика РЕПО с ЦБ, млрд руб.



Источник: ЦБ, оценки Райффайзенбанка

Вклад интервенций в сокращение ликвидности снизился

Последние изменения рыночной конъюнктуры свидетельствуют о формировании следующих тенденций:

- Улучшение динамики курса рубля, связанное не столько с текущим счетом, сколько с ослаблением оттока капитала, привело к ощутимому снижению вклада интервенций ЦБ в сокращение рублевой ликвидности. Теперь, по нашим расчетам, в октябре продажи валюты Банком России могут привести к оттоку только 120 млрд руб. (около 4 млрд долл.) вместо прогнозируемых ранее 180 млрд руб.
- Наши ожидания относительно того, что Минфин будет предлагать рынку на депозитных аукционах ровно столько, сколько требуется для погашения имеющейся задолженности полностью оправдались. Поскольку все предоставляемые ведомством средства целиком идут на пролонгацию текущих депозитов, и дополнительная ликвидность не создается, растущий спрос на нее банки вынуждены покрывать за счет РЕПО с ЦБ.
- Задолженность по РЕПО с ЦБ продолжает расти на сроках 1 день и неделя, составляя на текущий момент в сумме около 530 млрд руб. (по всем срокам). Интенсивность ее прироста полностью согласуется с нашими более ранними прогнозами (см. ежедневный обзор от 6 октября).
- Банки поддерживают высокие остатки на корсчетах (сейчас 920 млрд руб.), но преимущественно за счет нового РЕПО с ЦБ, а значит, приток бюджетных средств остается слабым. В октябре средний размер корсчетов составляет около 760 млрд руб., что значительно превышает необходимую среднюю величину для соблюдения требований ФОР (~670 млрд руб.). Как следствие, в наступающий налоговый период банки могут позволить себе резко сократить корсчета до 500-550 млрд руб. без ущерба для выполнения нормативов.

Минфин пролонгирует депозиты

РЕПО с ЦБ растет

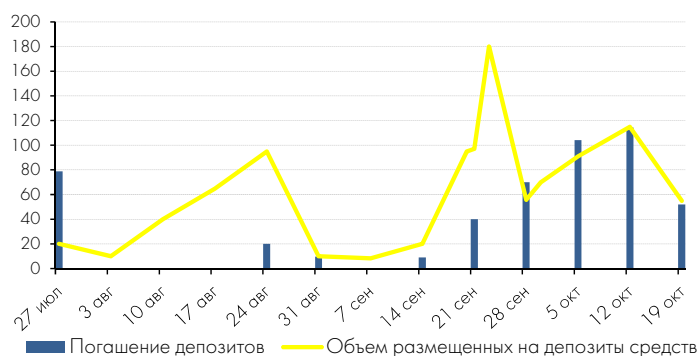
Банки поддерживают высокие остатки в ЦБ

Налоги составят около 560 млрд руб., чистый отток ликвидности будет меньше - 230 млрд руб. благодаря поступлениям из бюджета

Основным выводом из новой информации является то, что в связи с пролонгацией задолженности перед Минфином в полном объеме, растущая потребность в ликвидности и сопряженное с этим увеличение спроса на РЕПО с ЦБ объясняется исключительно налогами и покрытием оттока, связанного с интервенциями ЦБ.

По нашим оценкам, общая величина оставшихся в октябре налоговых выплат (за исключением уже уплаченных страховых взносов) составит ~560 млрд руб., однако фактический отток ликвидности может оказаться гораздо меньше, поскольку более половины этих выплат должно быть компенсировано за счет поступлений от расходов бюджета. Мы предполагаем, что сохранение профицита консолидированного бюджета приведет в октябре к оттоку ликвидности на 130 млрд руб. С учетом прочих факторов, воздействующих на ликвидность (нулевой чистый прирост ОФЗ, наличность) и снижения оценки интервенций ЦБ (до 120 млрд руб.), чистый прирост спроса на рублевые средства в этом месяце, по нашим оценкам, составит порядка 230 млрд руб.

Динамика погашения и размещения бюджетных средств на депозиты банков, млрд руб.



Источник: ЦБ, Минфин, оценки Райффайзенбанка

Поскольку превышение доходов над расходами консолидированного бюджета сойдет на нет, по нашим оценкам, только в ноябре-декабре 2011 г., до этого времени бюджет будет источником изъятия ликвидности. Как следствие, основной спрос на деньги будет концентрироваться именно в октябре, правда при условии, что Минфин пролонгирует все депозиты до следующего года. Это создает предпосылки для дальнейшего повышения ставок денежного рынка и сохранения спроса на РЕПО с ЦБ.

Дополнительный спрос на РЕПО с ЦБ в октябре, вероятнее всего, составит около 100-150 млрд руб.

Несмотря на то, что возможности Минфина по переносу погашения депозитов на следующий год не до конца очевидны, около трети депозитов уже пролонгировано. Однако едва ли ожидаемый нами отток ликвидности в октябре (230 млрд руб.) полностью транслируется в дополнительный спрос на РЕПО с ЦБ. С учетом возможности частичного покрытия налоговых платежей путем сокращения накоплений на корсчетах (без ущерба для усреднения корсчетов), более реалистичной оценкой дополнительной к уже существующей потребности в РЕПО с ЦБ до конца месяца нам видится уровень 100-150 млрд руб.

АЛРОСА: крепка как алмаз

Компания АЛРОСА (BB-/Ba3/BB-), крупнейший в мире производитель алмазов, опубликовала сильные финансовые результаты по МСФО за 2 кв. и 1П 2011 г. Второй квартал для компании стал еще более успешным, чем первый, а в целом за полугодие выручка выросла на 3% г./г., что является достаточно хорошим результатом с учетом высокой базы прошлого года, когда при восстановившемся спросе компания активно реализовывала запасы, накопленные в 2009 г. В 1П 2011 г. прирост EBITDA составил 74% г./г., рентабельность по EBITDA достигла рекордных 54,2% против 32% годом ранее благодаря росту цен при сокращении объемов продаж собственной продукции в натуральном выражении (при росте объемов добычи) и перепродаж алмазов. С начала года долговая нагрузка (Чистый долг/EBITDA) значительно снизилась - с 2,8х до 1,7х. Однако мы не исключаем ее рост в связи с планами компании по выкупу до конца этого года газовых активов у ВТБ Капитала.

Ключевые финансовые показатели АЛРОСА

в млн руб., если не указано иное	2 кв. 2011	1 кв. 2011	изм.	1П 2011	1П 2010	изм.
Выручка	36 547	29 600	+23%	66 147	64 392	+3%
Валовая прибыль	25 247	16 026	+57%	41 273	24 625	+68%
Валовая рентабельность	69,1%	54,1%	+15 п.п.	62,4%	38,2%	+24,2 п.п.
ЕБИТДА	21 807	14 072	+55%	35 879	20 601	+74%
Рентабельность по ЕБИТДА	59,7%	47,5%	+12,2 п.п.	54,2%	32,0%	+22,2 п.п.
Чистая прибыль	14 227	12 040	+18%	26 267	5 015	+5,2х
Чистая рентабельность	38,9%	40,7%	-1,8 п.п.	39,7%	7,8%	+31,9 п.п.
Операционный поток до изменений в оборотном капитале				34 036	17 723	+92%
Операционный поток				22 624	26 010	-13%
Инвестиционный поток, в т.ч.				-8 262	-3 886	+2,1х
капитальные затраты				-8 736	-4 903	+1,8х
Финансовый поток				-4 094	-14 463	-3,5х

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2011	31 дек. 2010	изм.
Краткосрочный долг	30 543	12 944	+2,3х
Долгосрочный долг	68 759	89 021	-23%
Совокупный долг	99 302	101 965	-3%
Чистый долг	85 311	97 829	-13%
Чистый долг/LTM EBITDA*	1,7х	2,8х	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Снижение объемов продаж г./г. связано с высокой базой 2010 г.

В 1П 2011 г. компания нарастила объемы добычи до 19,3 млн карат, что на 10% превышает уровень аналогичного периода прошлого года, тогда как продажи сократились на 23% г./г. в связи с вышеупомянутым эффектом высокой базы. 73% реализации приходится на экспорт - в Бельгию, Индию и Израиль. Дальнейший рост мирового спроса на ювелирные алмазы эксперты связывают с Индией и Китаем, где при достаточно высоких темпах роста ВВП этот рынок только формируется.

Рост выручки за счет высоких цен на алмазы

При меньших объемах реализации в натуральном выражении компания смогла увеличить выручку на 3% г./г. за счет благоприятной ценовой конъюнктуры, а также роста доли продаж через аукционы (с 14% в 2010 г. до 20% в 1П 2011 г.), где продукция была реализована с премией 10-15% к контрактным ценам.

В ходе телеконференции компания отметила, что 3 кв. 2011 г. цены на алмазы сохранились на уровне 1П 2011 г., а также отсутствуют изменения в объеме законтрактованных поставок. За весь 2011 г. компания планирует получить до 5 млрд долл. (~150 млрд руб.) выручки.

Зависимость компании от экономической ситуации может быть сглажена долгосрочными контрактами

Мы отмечаем высокую зависимость бизнеса компании от ситуации в мировой экономике. В кризис 2008-2009 гг. при резком сокращении продаж уровень долговой нагрузки вырос до критических 5,9х. В целях повышения стабильности денежных потоков АЛРОСА придерживается стратегии заключения долгосрочных контрактов (в среднем 3-летних, с ежемесячными поставками и пересмотром цены раз в три месяца). Так, в 1П 2011 г. 65% продаж осуществлялось по долгосрочным контрактам (в 2009 г. - лишь 36%), 20% - через аукционы и лишь 15% - по краткосрочным договорам (в 2009 г. - 64%).

Увеличение ЕБИТДА за счет меньших объемов продаж и перепродаж

Существенный рост ЕБИТДА в 1П 2011 г. обусловлен, в первую очередь, меньшими объемами продаж, что сопряжено, соответственно, с меньшими расходами, а также снижением объемов перепродажи алмазов. Без учета этих составляющих, себестоимость компании в целом увеличилась незначительно - на 5% г./г., в большей степени, за счет роста расходов на персонал.

Чистая прибыль компании выросла более чем в 5 раз по сравнению с 1П 2010 г. На столь существенную динамику значительное влияние оказала прибыль по курсовым разницам (4,7 млрд руб. против 3,9 млрд руб. убытка годом ранее), а также снижение процентных выплат по банковским кредитам с 4 млрд руб. до 668 млн руб., что прежде всего связано с сокращением их общего объема (-42%).

Оборотный капитал и инвестиции были профинансированы из операционного потока

Операционный поток до изменений в оборотном капитале увеличился по сравнению с прошлым годом почти вдвое до 34 млрд руб. Эти средства были направлены на финансирование оборотного капитала (5,5 млрд руб.), инвестиции (8,2 млрд руб.) и финансовую деятельность (4 млрд руб.). Значительный операционный денежный поток позволил компании увеличить объем денежных средств на балансе на 10 млрд руб. до почти 14 млрд руб. Эти средства частично могут быть использованы в рамках предстоящего обратного выкупа газовых активов у ВТБ Капитала, оцениваемых в 1 млрд долл.

Долг сократился на 3% г./г.

Совокупный долг компании в 1П 2011 г. сократился на 3% до 99 млрд руб. и в основном представлен долговыми бумагами: на еврооблигации приходится ~43% всего кредитного портфеля, на рублевые облигации - 26%, еврокоммерческие ноты (ЕСР) - 11% и кредиты ВТБ (14%). Долг достаточно хорошо структурирован по срокам погашения: Alrosa'14 на 500 млн долл. погашаются в 2014 г., Alrosa'20 номиналом 1 млрд долл. - в 2020 г., по двум выпускам рублевых облигаций АЛРОСА-21,22 (16 млрд руб.) предусмотрена оферта в 2013 г., по АЛРОСА-20,23 (10 млрд руб.) погашение наступает в 2015 г.

Краткосрочный долг вырос за счет выпуска ЕСР

В результате выпуска в апреле 2011 г. краткосрочных ЕСР на 400 млн долл. (~11,2 млрд руб.) со сроком погашения во 2П 2011 г., краткосрочная задолженность компании выросла почти вдвое по сравнению с 1П 2010 г.

Во 2П 2011 г. капвложения составят около 9 млрд руб.

Объем капвложений, запланированных на весь 2011 г., составляет 18 млрд руб. (большая часть которых приходится на разработку подземных алмазных рудников). С учетом инвестиций 1П 2011 г., во 2П 2011 г. компании предстоит инвестировать ~9 млрд руб., что может быть профинансировано из операционного потока компании. Разработка железорудного месторождения Тимир будет осуществляться совместно с Евразом (продажа ему 51% доли в проекте за ~5 млрд руб. планируется до конца года). В связи с начальной стадией реализации проекта в ближайшие 2 года (2012-2013 гг.) капвложения в него будут относительно невысокими (2 и 3 млрд руб., соответственно). В будущем АЛРОСА не исключает выхода из этого непрофильного для компании проекта.

Не исключаем рост долговой нагрузки из-за предстоящего выкупа газовых активов

Основным потенциальным источником увеличения долговой нагрузки до конца года может стать финансирование обратного выкупа газовых активов у ВТБ Капитала (~1 млрд долл.). По данным менеджмента, сейчас накопленные денежные средства компании составляют ~500-600 млн долл., также компания может воспользоваться открытой кредитной линией ВТБ на 2 млрд долл. или программой ЕСР на 1,3 млрд долл. (завтра пройдут предварительные встречи с инвесторами). При этом продажа этих активов будет осуществлена в конце 2013г. - начале 2014 г. после их выхода на полную мощность. Суммарные инвестиции в проект ранее озвучивались компанией на уровне 12 млрд руб. В настоящий момент компания находится в поиске потенциального партнера по этому проекту. Также не исключается выход на IPO, но не ранее 2013 г., когда компания может быть включена в список приватизации госпредприятий.

Мы не видим спекулятивного интереса в выпусках АЛРОСА

Обращающиеся рублевые облигации эмитента торгуются с премией к кривой ОФЗ в размере 100 б.п., а евробонды предлагают более высокую премию - 250 б.п. к суверенной кривой России. Текущий спред SeverStal14-ALROSA14 в пределах 60 б.п. мы считаем справедливым, учитывая различие в кредитных метриках эмитентов.

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
Дмитрий Румянцев		(+7 495) 721 2817
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 721 9900

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.