

## Пульс рынка

---

- ▶ **Рынки сохраняют негативный настрой**, несмотря на то, что вчерашний день был небогатым на события (новой статистики по США не поступило). Американские индексы акций потеряли еще 0,5%. Доходности казначейских облигаций США отступили от локальных максимумов (10-летние UST снизились до YTM 2,83%). Основной темой остается сворачивание QE. Как следствие, интерес представляет протокол с последнего заседания FOMC (30-31 июля), который будет опубликован завтра. Не исключено, что члены комитета в свете позитивной макростатистики настроены на более агрессивное, чем предполагают рынки, ужесточение монетарной политики. Из событий второго плана стоит отметить довольно жесткую позицию Германии в отношении ситуации в Греции: кандидаты на пост канцлера от двух крупнейших партий выступают против очередного списания долга. При этом требования тройки кредиторов о соблюдении мер жесткой экономии лишь усиливают экономический кризис в этой стране.
- ▶ **Китай и США могут нанести по GEM двойной удар**. На появившихся весной этого года ожиданиях сворачивания QE произошел заметный отток капитала из GEM, что отразилось в росте доходностей долговых обязательств и снижении котировок акций. Замедление экономики Китая в условиях ужесточения условий кредитования и, как следствие, ослабление спроса на сырье может оказать негативное влияние и на счета текущих операций GEM. С начала мая уже произошло обесценение валют GEM к доллару, при этом хуже остальных выглядели Бразилия, Индия и ЮАР, в то время как рубль выглядел относительно лучше (что обусловлено, главным образом, более-менее стабильными котировками нефти). Риски коррекции российских бумаг, появившиеся накануне в результате очередного повышения доходностей базовых активов, вчера реализовались: котировки длинных ОФЗ 26207 и Russia 42 просели на 0,75 и 1 п.п., соответственно, однако потенциал для дальнейшей коррекции (как суверенных, так и корпоративных выпусков) все еще сохраняется.
- ▶ **Низкие цены на уголь нашли отражение в рейтинге Распадской (-/B2/B+)**. Moody's снизило рейтинг Распадской на одну ступень до B2 с негативным прогнозом. По мнению агентства, это обусловлено переизбытком предложения в сегменте металлургического угля, который сохранится еще как минимум несколько кварталов. Отметим, что средние цены на коксующийся уголь в 1П 2013 г. упали на 8,8% п./п. Учитывая, что удешевление угля на 6,3% п./п. во 2П 2012 г. привело к снижению показателя EBITDA на 57% до 42 млн долл., мы ожидаем этот показатель на уровне 20-30 млн долл. по итогам 1П 2013 г. (денежная себестоимость в 2012 г. составила 62 долл./т). Как следствие, долговая нагрузка может превысить 6,0x в терминах Чистый долг/LTM EBITDA. В этой связи снижение кредитного рейтинга выглядит логичным. Поскольку ковенанта по евробонду RASP 17 (3,0x для показателя Долг/EBITDA) уже превышена, компания не может увеличивать долг, однако ограничений на его рефинансирование нет. Тот факт, что весь долг Распадской гасится лишь в конце 2015 г., частично нивелирует краткосрочные риски рефинансирования. Учитывая отсутствие признаков улучшения конъюнктуры на рынках металлургического сырья, мы не видим потенциала для ценового роста RASP 17, которые сейчас котируются с премией 47 б.п. к близким по дюрации бумагам EVRAZ 17.

## Темы выпуска

---

- ▶ **РУСАЛ: дивиденды от НорНикеля пока позволяют оставаться на плаву**
-

## РУСАЛ: дивиденды от НорНикеля пока позволяют оставаться на плаву

Заметных улучшений не произошло...

Отчетность компании по МСФО за 2 кв. 2013 г. свидетельствует о сохранении негативных тенденций на рынке алюминия. Из-за снижения цен на металл (на LME - на 8% кв./кв. до 1,8 тыс. долл./т) показатель EBITDA сократился на 29% до 174 млн долл., при этом рентабельность по EBITDA составила всего 6,9%. Продажа 2% акций НорНикеля за 620 млн долл. и дивиденды, полученные от НорНикеля в объеме 519 млн долл., позволили сократить Чистый долг (на 10% до 9,9 млрд долл.), однако долговая нагрузка продолжила расти - с 11,9x в 1 кв. 2013 г. до 12,8x в терминах Чистый долг/LTM EBITDA, что свидетельствует о высоком кредитном риске.

### Ключевые финансовые показатели РУСАЛа

в млн долл., если не указано иное	2 кв. 2013	1 кв. 2013	изм.	2 кв. 2012	изм.
Выручка	2 521	2 682	-6%	2 822	-11%
Валовая прибыль	325	432	-25%	504	-35%
Валовая рентабельность	12,9%	16,1%	-3,2 п.п.	17,9%	-5 п.п.
EBITDA	174	246	-29%	327	-47%
Рентабельность по EBITDA	6,9%	9,2%	-2,3 п.п.	11,6%	-4,7 п.п.
Чистая прибыль/убыток	-458	19	-	-55	-
Операционный поток	172	84	+2,0x	348	-51%
Инвестиционный поток, в т.ч.	1 040	-88	-	-108	-
Капвложения	-109	-108	+1%	-142	-23%
Финансовый поток	-929	-198	+4,7x	-159	+5,8x

  

в млн долл., если не указано иное	30 июня 2013	31 марта 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	10 448	11 267	-7%
Краткосрочный долг	1 380	1 311	+5%
Долгосрочный долг	9 068	9 956	-9%
Чистый долг	9 882	10 968	-10%
Чистый долг/EBITDA LTM*	12,8x	11,9x	-

\*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

... из-за продолжившейся коррекции цен на алюминий

Снижение выручки на 6% кв./кв. до 2,5 млрд долл. стало следствием негативной ценовой динамики в условиях более-менее стабильных объемов реализации. Доля продукции с высокой добавленной стоимостью составила 43% (+3 п.п.). Компании удалось снизить себестоимость производства лишь на 2% кв./кв., главным образом, за счет более низких затрат на электроэнергию (в том числе из-за сезонного увеличения уровня рек на сибирских ГЭС) и ослабления рубля. Также позитивное влияние на операционный поток оказало заметное сокращение административных расходов (на 11,7% кв./кв.).

Объявленные меры по закрытию убыточных заводов окажут эффект лишь в 2014 г.

В ответ на негативную конъюнктуру РУСАЛ объявил о планируемом сокращении в сентябре-ноябре 2013 г. мощностей на 9% до 3,8 млн т в год, что в целом будет носить временный характер (предположительно на 4 года - до повышения цен алюминий). Данная мера направлена не столько на оптимизацию себестоимости производства, сколько на поддержание цен на рынке алюминия. В связи с тем, что консервация мощностей требует дополнительных издержек, данная мера в 2013 г. не окажет влияния на денежную себестоимость, в 2014 г. эффект оценивается в 30 долл./т. Больше влияние закрытия ряда заводов проявится на уровне капитальных вложений, которые в настоящий момент на 80% формируются из затрат на поддержание действующих мощностей.

Повышение цен на алюминий в августе дает некоторую надежду

РУСАЛ ожидает роста потребления алюминия на 6% ежегодно (по крайней мере, до 2015 г.), возлагая надежды на продолжающееся восстановление экономики США и стимулирование внутреннего спроса в Китае (дополнительную поддержку окажет закрытие там убыточных мощностей; по оценкам МПТ, алюминиевая промышленность страны в 1П 2013 г. понесла убытки в сумме 108 млн долл.). С начала августа наблюдается рост цен на алюминий на 9,5% до 1945 долл./т.

**Операционного  
потока не хватает  
даже для процентных  
платежей**

Операционный денежный поток РУСАЛа во 2 кв. 2013 г. увеличился до 172 млн долл. с 84 млн долл. в 1 кв. 2013 г. благодаря меньшим инвестициям в оборотный капитал (47 млн долл. против 142 млн долл.). Стоит отметить, что денежные средства, полученные от операционной деятельности за 1П 2013 г. (256 млн долл.), оказались меньше размера процентных платежей по долгу (312 млн долл.). Таким образом, РУСАЛ фактически уже не в состоянии выполнять свои финансовые обязательства за счет операционной деятельности. Финансирование капитальных расходов (109 млн долл.) и погашение долга на сумму 794 млн долл. во 2 кв. было осуществлено исключительно благодаря продаже акций НорНикеля (в рамках акционерного соглашения с Интерросом в обмен на более щедрые дивиденды) и, соответственно, полученных дивидендов. Учитывая нежелание акционеров РУСАЛа продавать основной пакет акций НорНикеля, открытым остается вопрос рефинансирования долга: в 2014 г. предстоит погасить 1,5 млрд долл., пик погашений (6,1 млрд долл.) приходится на 2016 г.

**Потенциал для  
ценового роста  
отсутствует**

Облигации РУСАЛ Братск-7,8 (УТР 16-18% к оферте через 1-2 года) не имеют потенциала для ценового роста в виду отсутствия улучшений в кредитном профиле эмитента, который по-прежнему характеризуется высокой долговой нагрузкой (операционного потока не хватает для осуществления процентных платежей).

## 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	

### Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

### 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 Центр-инвест
АИЖК	ВТБ
Альфа-Банк	ЕАБР
Азиатско-Тихоокеанский Банк	Газпромбанк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	Uranium One
Норильский Никель	

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

### Химическая промышленность

Акрон	СИБУР
ЕвроХим	ФосАгро

### Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

### Прочие

АФК Система
-------------

ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Промсвязьбанк
РСХБ

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Экономика подает сигнал "SOS"

«Мантры» стимулирования экономики

Экономика: стагнация "притворяется" ростом?  
Промышленность «обнулила счет»

### Инфляция

Инфляция в РФ «заходит на посадку»

### Валютный рынок

Рубль обновил минимум

### Монетарная политика ЦБ

Какое лекарство «пропишет» экономике ЦБ?

### Рынок облигаций

ОФЗ вновь вернулись в положительную область реальных доходностей

### Платежный баланс

МЭР планирует повысить прогноз оттока капитала

Отток капитала: предпосылок для позитивной коррекции рубля пока нет

### Ликвидность

Ликвидность: ставки по осени считают?

Новый аукцион ЦБ - иллюзия снижения ставок?

Аукцион ЦБ: дефицита ликвидности нет?

### Бюджет

Для экономических стимулов ничего не жалко, даже Резервного фонда

### Долговая политика

Минфин в 3 кв. планирует разместить ОФЗ на 270 млрд руб.

### Банковский сектор

В поиске экономических стимулов акцент сместился на банковскую систему

ЦБ готов смягчить начальные требования по Базель 3

## 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.