

## Пульс рынка

- **Без поводов для оптимизма.** Заявления Б. Бернанке вслед за публикацией стенограммы FOMC не ослабили беспокойства относительно "exit strategy". Он не стал отрицать, что монетарная политика ФРС может привести (или уже привела) к формированию "пузырей" на финансовых рынках: цены большинства долговых инструментов находятся на исторических максимумах. Данные по США свидетельствуют об ускорении базовой инфляции в январе быстрее ожиданий, лишь за счет топливной составляющей (снижения цен на бензин) общая инфляция осталась без изменения м/м. (на уровне 1,6% в годовом выражении). Эти данные говорят в пользу сворачивания QE3. Также позитивным настроениям не способствовали слабые данные по PMI из еврозоны. Распродажи суверенных долгов GEM продолжились: бонды Russia 42 подешевели на 1 п.п. до 114,5% от номинала. Сегодня мы ожидаем сохранения негативной динамики.
- **Какова справедливая премия бумаг 1-го эшелона к ОФЗ?** Сейчас корпоративные бумаги 1-го эшелона котируются со спредом к суверенной кривой вблизи своих максимальных значений (160-180 б.п.), при этом с завершением ралли в ОФЗ наблюдается определенная тенденция к сужению этого спреда. До начала спекуляций на тему Euroclear (до середины 2012 г.) облигации 1-го эшелона котируются с премией к ОФЗ в размере 100 б.п., а в 2010-2011 гг. - 50-70 б.п. С фундаментальной точки зрения, величина спреда к суверенной кривой определяется ликвидностью, кредитным риском, разницей в налогообложении и ожиданиями. В прошлом году именно ожидания играли в пользу ОФЗ, но сейчас ситуация иная. Разница в налогообложении НКД (15% по ОФЗ и 20% по корпоративным облигациям) транслируется в премию 40-50 б.п. Премия за ликвидность и кредитный риск, по нашему мнению, для таких компаний, как Газпром, Роснефть, не должны быть выше 50 б.п. В итоге мы приходим к оценке справедливого уровня спреда 50-100 б.п. для бумаг 1-го эшелона. Мы не исключаем, что сужение этого спреда может произойти, в том числе, за счет коррекции ОФЗ.
- **Небольшое ослабление рубля усилило коррекцию в ОФЗ.** Усилившаяся вчера коррекция на рынке ОФЗ (длинные ОФЗ 26207 подешевели на 0,85 п.п. (до 109,4%), а доразмещенные в эту среду ОФЗ 26210 - на 10 б.п.) затронула и бумаги 1-го эшелона. Так, котировки выпусков Роснефть-4,5 (УТР 7,97% @ октябрь 2017 г. = ОФЗ + 185 б.п.) снизились на 0,5 п.п. Катализатором более активных продаж ОФЗ стало небольшое ослабление рубля (бивалютная корзина прибавила 20 копеек до 34,85 руб.). Мы ожидаем продолжения коррекции и сохраняем нашу рекомендацию продавать длинные ОФЗ в пользу краткосрочных бумаг 1-го эшелона (см. наш специальный комментарий "ОФЗ отстрелялись - на очереди 1-ый эшелон" от 23 января 2013 г.). Мы не исключаем, что размещение облигаций в больших объемах на этом фоне может потребовать предложения премии к рынку.
- **НорНикель (BBB-/Baa2/BB+) - еще одна возможность зайти в 1-ый эшелон с премией.** На первичном рынке корпоративные эмитенты 1-го эшелона не сбавляют активность. Вчера в маркетинг вышел НорНикель (к слову сказать, не часто появляющийся на публичных рынках) с 3-летними БО-1,2,4 номиналом 35 млрд руб., ориентир по которому был озвучен в диапазоне УТМ 7,90-8,11% (=ОФЗ + 187-208 б.п.). Из представителей 1-го корпоративного эшелона Газпром (BBB/Baa1/BBB) недавно успешно провел размещение 3, 4 и 5-летних бумаг. Доходность 3-летних облигаций составила УТМ 7,64% (=ОФЗ + 160 б.п.). Учитывая разницу в одну ступень в рейтингах, мы оцениваем справедливое положение новых бумаг НорНикеля со спредом к суверенной кривой 185 б.п., что соответствует нижней границе ориентира. Стоит отметить, что наличие 2 рейтингов инвестиционного уровня позволяет облигациям НорНикеля, согласно положению №387-П, учитываться в категории ценных бумаг с низким риском (RWVA < 50%).
- **Годовые бумаги от Мосэнерго - неплохая возможность ограничить рыночный риск.** Мосэнерго (S&P: BB/стабильный) начал маркетинг БО-1,3 номиналом 3 млрд руб. с ориентиром УТМ 8,11% (=ОФЗ + 250 б.п.). По-видимому, эти бумаги пойдут на рефинансирование выпуска Мосэнерго-2 (оферта установлена на 25 февраля 2013 г.). Мы считаем, что годовые бумаги качественного эмитента в текущих условиях могут служить неплохим инструментом для защиты от рыночного риска.

## Темы выпуска

- ЕАБР: ударные темпы кредитования не в ущерб качеству
- Alliance Oil: ставка на переработку

## ЕАБР: ударные темпы кредитования не в ущерб качеству

Евразийский банк развития (BBB/A3/BBB) опубликовал отчетность за 2012 г., которую мы оцениваем нейтрально. Во 2П 2012 г. заметно возросла кредитная активность банка: прирост кредитного портфеля составил 36,6%, в то время как в 1П 2012 г. портфель практически не рос. Это привело к увеличению чистой процентной маржи (по нашим оценкам, с 2,0% в 1П 2012 г. до 2,5%). ЕАБР по-прежнему сохраняет избыточную ликвидную позицию: почти 28% активов удерживается в денежных средствах и казначейских облигациях США. Обеспеченность капиталом остается на высоком уровне: отношение капитала к активам составило 44% (что на 9 п.п. ниже, чем в 1П 2012 г.).

### Ключевые финансовые показатели ЕАБР

в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2012	30 июня 2012	изм.
Кредитный портфель, нетто	1 890	1 397	+35%
Активы	3 884	3 170	+23%
Собственный капитал	1 709	1 696	+1%
Выпущенные долговые ценные бумаги	2 092	1 354	+54%
в млн долл., если не указано иное	2П 2012	1П 2012	изм.
Чистый процентный доход до резервов	40,9	38,3	+7%
Чистый процентный доход	19,1	29,2	-35%
Операционные доходы	29,3	31,9	-8%
Чистая прибыль	2,6	9,4	-3,6х
Чистая процентная маржа*	2,5%	2,0%	+0,5 п.п.

\* по нашим оценкам

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

2П 2012 г. стало ударным по темпу кредитования энергетики и транспорта

Несмотря на то, что во 2П 2012 г. наблюдалось повышение кредитной активности, рост кредитного портфеля по итогам года заметно отстал от 2011 г. (тогда он достиг ~60%), но, тем не менее, заметно опередил среднюю динамику корпоративного кредитования банков РФ (+12,7%). Увеличение портфеля (+514 млн долл.) произошло, главным образом, в двух секторах: в энергетике (+293 млн долл.), а также в транспорте и коммуникациях (+139 млн долл.). Такая высокая волатильность темпов кредитования связана, прежде всего, с ориентацией банка на крупные инвестиционные проекты. Резерв на убытки под обесценение кредитов составил всего 30 млн долл. Напомним, что ЕАБР не попадает под регулирование ЦБ РФ и не имеет обязательств по выполнению нормативов, однако в банке принята собственная процедура риск-менеджмента в соответствии со стандартами Базель II.

Избыток ликвидности по-прежнему удерживается в UST

Объем выданных МБК сократился почти в два раза до 304 млн долл. при увеличении средств на корсчетах и депозитах в банках (остаток денежных средств увеличился на 435 млн долл.). Портфель ценных бумаг продолжил расти (+21%) благодаря позиции в казначейских облигациях США (+155 млн долл. до 660 млн долл.), в результате их доля в торговом портфеле увеличилась с 71% до 83%. Возможно, аккумулирование средств в высоколиквидных активах связано с подготовкой к финансированию крупных проектов. Обязательства по займам и неиспользованным кредитным линиям составили 1,4 млрд долл. (что полностью покрывается объемом ликвидных активов на балансе). При этом стоит отметить, что для ЕАБР как института развития приоритетом является не прибыльность, а надежность размещения свободной ликвидности.

Прирост активов был профинансирован выпущенными долговыми ценными бумагами, объем которых увеличился на 54% до 2,1 млрд долл. Так, в сентябре 2012 г. был размещен выпуск EDB 22 номиналом 500 млн долл. со ставкой 4,767% годовых. В октябре были выпущены рублевые евробонды номиналом 5 млрд руб. со ставкой 8,0% к погашению в октябре 2017 г.

**Валютный риск нивелируется ликвидной позицией и высоким уровнем капитала**

Стоит отметить, что большая часть активов (68%) номинирована в долларах США, в то время как долларские обязательства занимают меньшую долю (52%). Как следствие у банка возникает открытая валютная позиция в размере 1,4 млрд долл., объем которой полностью покрывается собственным капиталом (1,7 млрд долл.). Учитывая высокую капитализацию и ликвидную позицию ЕАБР, мы считаем незначительным влияние валютного риска (который может реализоваться вследствие резкого ослабления доллара к рублю) на кредитное качество эмитента.

**Бумаги ЕАБР справедливо оценены**

Выпуск EBD 22, размещение которого произошло с небольшой премией, сейчас котируется на кривой бумаг Сбербанка и ВЭБа, что, по нашему мнению, является справедливой оценкой кредитного качества. Рублевые бумаги имеют невысокую торговую ликвидность и котируются со спредом к кривой ОФЗ на уровне 160-180 б.п., что не предполагает потенциала для ценового роста быстрее рынка.

## Alliance Oil: ставка на переработку

**Результаты оцениваем нейтрально с точки зрения кредитного профиля**

Alliance Oil (B+/-/В) опубликовала финансовые результаты по МСФО за 4 кв. и за 2012 г., которые мы оцениваем нейтрально. Рентабельность деятельности снизилась на 5 п.п. после сильного 3 кв. 2012 г., составив 19% по EBITDA, что было преимущественно обусловлено опережающим ростом расходов в сегменте downstream (в основном на покупку сырой нефти, на транспортировку до Хабаровского НПЗ нефти собственной добычи). Долговая нагрузка (Чистый Долг/EBITDA) незначительно повысилась - до 2,3х.

Напомним, что после падения добычи на Колвинском месторождении ключевым остается вопрос, сможет ли Alliance Oil вернуться к высоким темпам роста производственных показателей в сегменте upstream (целевой показатель - не менее 10% г./г., включая добычу газа, на ближайшие 3 года). На текущий момент компании удалось стабилизировать добычу на этом месторождении на уровне 11,5 млн барр./сутки, что в два раза ниже первоначальных планов по его разработке. Однако Колвинское остается одним из главных факторов, определяющих финансовые результаты компании: нефть с месторождения не будет облагаться НДС до конца 2015 г. При текущем уровне добычи Alliance Oil экономит до 100 млн долл. в год на налогах.

### Ключевые финансовые показатели Alliance Oil

в млн долл., если не указано иное	4 кв. 2012	3 кв. 2012	изм.	4 кв. 2011	изм.	2012	2011	изм.
Выручка	909	904	+1%	825	+10%	3 445	3 083	+12%
ЕБИТДА	169	214	-21%	236	-28%	734	690	+6%
Рентабельность по EBITDA	18,6%	23,7%	-5,1 п.п.	28,6%	-10 п.п.	21,3%	22,4%	-1,1 п.п.
Чистая прибыль	130	132	-1%	119	+9%	421	328	+28%
Операционный поток	142	223	-36%	151	-6%	570	463	+23%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-326	-233	+40%	-261	+25%	-963	-1 071	-10%
Капвложения	-225	-228	-1%	-259	-13%	-807	-1 025	-21%
Финансовый поток	272	201	+35%	53	+5,1x	608	631	-4%
в млн долл., если не указано иное				31 дек. 2012		30 сент. 2012		изм.
Совокупный долг, в т.ч.				2 071		1 950		+6%
Краткосрочный долг				402		378		+6%
Долгосрочный долг				1 669		1 571		+6%
Чистый долг				1 686		1 654		+2%
Чистый долг/EBITDA LTM*				2,30x		2,06x		-

\*ЕБИТДА за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

<b>Рыночная конъюнктура поддержала выручку</b>	<p>Выручка компании в 4 кв. практически осталась на уровне предыдущего квартала за счет благоприятной рыночной конъюнктуры. Объемы реализации сырой нефти снизились на 4% кв./кв. до 4,7 млн барр., в частности, сократились поставки собственной нефти на Хабаровский НПЗ на 20% кв./кв. Физические объемы продаж нефтепродуктов сократились также на 4% кв./кв., до 7,8 млн барр. Тем не менее, загрузка НПЗ оставалась достаточно высокой, несмотря на "низкий" сезон и погодные условия (82,5 тыс. барр./сутки против 84,6 тыс. барр./сутки в 3 кв.).</p> <p>Производственные показатели за январь 2013 г. соответствуют тенденциям 4 кв.: суточная добыча нефти еще немного снизилась до 52 тыс. барр. (с 52,5 тыс. барр.), средняя суточная загрузка перерабатывающих мощностей остается высокой - 84 тыс. барр.</p>
<b>Рентабельность снизилась в основном из-за возросших расходов в downstream</b>	<p>В сегменте upstream за счет рыночных факторов и контроля над операционными затратами (в частности, снижения общеадминистративных расходов) показатель EBITDA вырос с 26,2 до 26,6 долл./барр. В сегменте же downstream этот показатель заметно снизился до 9 долл./барр. (с 12,2 долл./барр. кварталом ранее) в результате повышения 1) расходов на покупку сырой нефти (+13% кв./кв. на барр.) из-за роста цен и 2) затрат на транспортировку нефти собственной добычи на Хабаровский НПЗ из-за больших объемов перевозки в предыдущем квартале (лаг составляет ~1 мес.) и повышения цен на ж/д перевозки. Стоит отметить, что дополнительное давление на рентабельность в 4 кв. оказала выплата бонусов и прочих вознаграждений (традиционно для конца года).</p>
<b>Капвложения превысили операционный денежный поток</b>	<p>Капитальные вложения в 4 кв. 2012 г. (225 млн долл.) превысили операционный денежный поток (142 млн долл.). За год в целом денежного потока от операционной деятельности было недостаточно для финансирования капзатрат. В 2013 г. Alliance Oil планирует снижение капитальных инвестиций в сегменте upstream до 250-290 млн долл. (360 млн долл. в 2012 г.) и наращивание вложений в downstream до 430-490 млн долл. (в 2012 г. - 328 млн долл.), что связано с продолжающимся строительством комплекса гидрокрекинга, завершение которого намечено на 3 кв. 2013 г. Соответственно, по прогнозам менеджмента, в сегменте нефтепереработки положительный свободный денежный поток можно ожидать в 2014 г., только после завершения второй фазы модернизации на Хабаровском НПЗ.</p>
<b>Возможности для наращивания долга еще есть</b>	<p>Финансирование инвестиционной программы Alliance Oil планирует за счет операционного денежного потока и частично средств, полученных от размещения привилегированных акций в 4 кв. 2012 г. (200 млн долл.). Также у компании, по данным менеджмента, имеются невыбранные кредитные линии в крупных российских банках.</p> <p>Отметим, что возможности для наращивания долга у компании еще есть, поскольку соотношение Чистый долг/EBITDA (2,3х на конец 2012 г.) ограничено ковенантой 3,5х.</p>
<b>Идей в бумагах нет</b>	<p>Рублевые облигации НК Альянс неликвидны. Длинные выпуски Альянс-4,6 котируются на уровне YTM 9,6-9,8% @ июнь 2016 г. (=ОФЗ + 350 б.п.), что адекватно отражает кредитный риск. Мы также не видим спекулятивных торговых идей в евробондах AllianceOil 15 (YTM 4,8%, со ставкой купона 9,88% годовых), которые выглядят дорого. В сегменте высокодоходных бондов есть более интересные предложения среди бумаг банков.</p>

## 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	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-	ВЭБ
Тихоокеанский Банк	
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	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

### Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

### Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

### 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 экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Замедление роста ВВП: "инъекция" от ЦБ неминуема?

### 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

Высокая инфляция января склоняет чашу весов в пользу ЦБ

### Валютный рынок

Рубль должен выйти из спячки

Курс рубля в 1 кв. 2013 г.: в ожидании дальнейшего укрепления

### Монетарная политика ЦБ

Решение ЦБ по ставкам: медлить нельзя понизить

По нашим оценкам, ставки будут снижены ЦБ не раньше марта

### Банковский сектор

Новые меры ЦБ РФ по ограничению роста потребкредитов в борьбе за их качество

### Рынок облигаций

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

ЮУ КЖСИ: качественный квазисубфедеральный риск с премией

ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон

### Промышленность

Промышленность в ноябре: анемичный рост

### Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

### Ликвидность

Ликвидность: повторится ли новогодняя лихорадка?

Новый штурм 2-триллионных высот РЕПО намечен на апрель?

### Бюджет

Бюджет: устойчивый профицит

### Долговая политика

Комфортный план Минфина по заимствованию

## 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
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+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
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.