

## Пульс рынка

---

- ▶ Публикация стенограммы с последнего заседания ФРС США не добавила новой информации. Более интересным событием в США стало одобрение Конгрессом соглашения по свободной торговле с Южной Кореей, Колумбией и Панамой, которое за счет снижения пошлин и тарифов позволит увеличить американский экспорт более чем на 12 млрд долл. Вопрос состоит в том, насколько вырастет при этом импорт. В Китае было зафиксировано снижение экспорта, что, возможно, стало следствием укрепления юаня. Правительство страны намерено обеспечить финансовую поддержку и льготное налогообложение компаний малого бизнеса. Сохранение в целом позитивного новостного фона позволило акциям подорожать на 1-2%, при этом об уменьшении неопределенности свидетельствует как повышение доходности 10Y UST до отметки YTM2,20%, так и снижение индекса волатильности VIX до 2-месячного минимума -31.
- ▶ Вчера объем прямого РЕПО с ЦБ обновил новый максимум, достигнув рекордной с конца января 2009 г. величины в 388,9 млрд руб. по сделкам о/п и всего с учетом недельного РЕПО - 474,8 млрд руб. Реакцией на исход предыдущего аукциона, когда установленных ЦБ лимитов хватило для удовлетворения меньше трети спроса, вчера стало расширение лимитов по 1-дневному РЕПО до 400 млрд руб. с 250 млрд руб. В результате банки привлекли практически весь доступный объем под 5,3%. Возобновление укрепления рубля и связанное с этим перераспределение валютных позиций вызывает дополнительный спрос на рублевую ликвидность, для покрытия которого емкости рынка МБК и валютных свопов может быть недостаточно, а это приводит к дополнительному спросу на РЕПО.
- ▶ По данным Росстата, недельная инфляция держится на уровне 0% уже четвертую неделю подряд. По мере исчерпания сезонного эффекта медленнее дешевеет плодоовощная продукция -1,3% против -2,0% неделей ранее, а также такие ключевые продукты, как крупа, сахар и мука, что однако компенсируется замедлением роста цен по другим видам продовольствия. Сохранить прежние итоговые темпы роста цен позволила и временная приостановка удорожания муниципальных услуг. Текущая ценовая динамика предполагает, что в октябре инфляция может оказаться близкой к нулю, что позволит показателю инфляции год к году опуститься до 6,7%, ожидаемых нами за весь 2011 г., уже к концу этого месяца.
- ▶ Вчера Москва провела выкуп своих высококупонных облигаций на общую сумму 7,3 млрд руб. с дисконтом к ОФЗ. Вчера на ММВБ в режиме торгов "Выкуп: Аукцион" прошли сделки по бумагам МГор-61 (объем 2883 млн руб., или 23% выпуска; YTM6,97%), МГор-62 (объем 3387 млн руб., или 11% выпуска; YTM7,51%), МГор-63 (объем 784 млн руб., или 13,5% выпуска; YTM7,5%), МГор-64 (объем 267 млн руб., или 4% выпуска; YTM8,05%). Желание эмитента провести выкуп именно этих бумаг, на наш взгляд, связано, главным образом, с высокими ставками купонов (14-15% годовых), которые были определены при их размещении в кризисный 2009 г. Наибольший объем выкупленных бумаг пришелся на те выпуски, по которым был предложен дисконт по доходности (или премия по цене) к рынку - дисконт по МГор-61 составил 30-35 б.п., а по МГор-62 - 10-15 б.п.
- ▶ Ориентир по ставке купона длинных облигаций СЗКК номиналом 20 млрд руб. был повышен со 100 до 300 б.п. над уровнем инфляции, что соответствует ставке первого купона в размере 11,15% годовых. Возможно, увеличение премии было обусловлено желанием расширить круг потенциальных инвесторов за пределы управляющих пенсионными средствами. С технической точки зрения, озвученный ориентир предлагает премию в размере 100-150 б.п. к экстраполированной кривой ОФЗ. Мы считаем участие в аукционе по озвученному ориентиру интересным.

## Темы выпуска

---

- ▶ Евраз устойчив к краткосрочным шокам
-

## Евраз устойчив к краткосрочным шокам

Ожидаемо хорошим  
результатам за 1П  
2011 г. ...

Евраз (B+/-/BB-), крупнейший производитель стали в РФ, опубликовал финансовые результаты по МСФО за 1П 2011 г., которые произвели на нас положительное впечатление. Выручка выросла на 31% до 8,4 млрд долл., при этом показатель EBITDA продемонстрировал опережающую динамику, увеличившись на 41% до 1,6 млрд долл. Чистый долг снизился как в абсолютном выражении на 1,1 млрд долл. до 6 млрд долл., так и в отношении к показателю LTM EBITDA с 3,0х на конец 2010 г. до 2,1х. Учитывая невысокую долговую нагрузку и равномерное распределение долга по срокам до погашения, кредитный профиль эмитента, по нашим оценкам, является устойчивым к краткосрочным шокам.

## Ключевые финансовые показатели Евраз

в млн долл., если не указано иное	1П 2011	1П 2010	изм.
Выручка	8 380	6 379	+31%
Валовая прибыль	2 197	1 460	+50%
Валовая рентабельность	26,2%	22,9%	+3,3 п.п.
ЕБИТДА	1 629	1 154	+41%
Рентабельность по ЕБИТДА	19,4%	18,1%	+1,3 п.п.
Операционная прибыль	859	691	+24%
Операционная рентабельность	10,2%	10,8%	-0,6 п.п.
Чистая прибыль	263	176	+49%
Операционный поток	1 594	744	+2,1х
Инвестиционный поток	-457	-385	+19%
Финансовый поток	-702	-304	+2,3х

  

в млн долл., если не указано иное	30 июня 2011	31 дек. 2010	изм.
Краткосрочный долг	604	714	-15%
Долгосрочный долг	6 594	7 097	-7%
Совокупный долг	7 198	7 811	-8%
Чистый долг	6 042	7 128	-15%
Чистый долг/LTM EBITDA*	2,14х	3,03х	-

\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

... способствовал  
спрос на локальном  
рынке со стороны  
строительства и РЖД

Наибольший вклад в рост выручки внес стальной сегмент, на долю которого пришлось порядка 93% продаж. Увеличение выручки от продаж стали (на 29% до 7,5 млрд долл.) было обусловлено, главным образом, ростом средних цен на стальную продукцию, чему способствовал повышенный спрос со стороны российской строительной отрасли и РЖД (в частности, рельсы и строительные профили в РФ подорожали на 27-31%).

Производство стали выросло на 4% до 8,6 млн тонн, при этом в структуре выручки произошло увеличение доли продаж стальной продукции на российский рынок на 6,8 п.п. до 40%, преимущественно, за счет сокращения отгрузок в Америку и Азию.

По динамике  
увеличения выручки  
сырьевой сегмент  
обогнал стальной  
дивизион, ...

Выручка сырьевого сегмента (включая внутригрупповые продажи, которые составляют ~70% всего объема реализации сегмента) увеличилась на 82% до 2 млрд долл., в основном благодаря росту цен на железную руду (для ориентира, средние цены на окатыши в портах Китая выросли со 110 до 190 долл./т), а также увеличению объема добычи руды на 8% до 10,4 млн тонн. Объем добычи коксующегося угля снизился (на 2% до 3,6 млн тонн), что стало следствием аварии на шахте Распадская, произошедшей в конце 1П 2010 г. (~30% всего используемого угля поставляется с Распадской). Кстати говоря, продажа доли в Распадской отложена как минимум до 2013 г.

... внеся наибольший  
вклад в ЕБИТДА и  
прибыльность

За отчетный период более половины всей ЕБИТДА было заработано сырьевым сегментом. Консолидированная рентабельность по ЕБИТДА выросла на 1,3 п.п. до 19,4%. Благодаря высокой обеспеченности собственным сырьем (на 88% коксующимся углем и на 99% железной рудой) компания добилась общего улучшения прибыльности, несмотря на опережающую

динамику цен на железную руду в сравнении с ценами на сталь. EBITDA сырьевого сегмента увеличилась в 2,7 раза до 962 млн долл., рентабельность по EBITDA - на 12 п.п. до 47%. EBITDA стального сегмента снизилась на 15% до 744 млн долл., а рентабельность по EBITDA - на 4 п.п. до 9,9%.

Экспортные контракты заключаются Евразом за 2,5 месяца до поставки, что несколько сглаживает возможные шоки от снижения экспортных цен на сталь. Портфель заказов сформирован до конца декабря этого года. В случае заметного сокращения спроса на внешнем рынке в будущем году компания может переориентироваться на локальный рынок стали, который поддерживается реализацией крупных инфраструктурных проектов в РФ (в частности, Сочи-2014, Сколково, ФИФА-2018, автодорога Москва-Санкт-Петербург).

Денежный поток от операционной деятельности вырос более чем в два раза до 1,6 млрд долл., что отразило, помимо увеличения прибыли, снижение оборотного капитала. Капитальные расходы (462 млн долл.), были полностью профинансированы за счет операционного денежного потока, который также был использован для сокращения долга на 702 млн долл. и накопления денежных средств на балансе (+ 0,5 млрд долл. до 1,2 млрд долл.).

**Капитальные расходы могут быть профинансированы собственными средствами или сокращены в случае необходимости**

Евраз выполнил 39% из запланированного объема инвестиций на 2011 г. (1,2 млрд долл.). В ходе телеконференции менеджмент отметил наличие гибкости в отношении капитальных затрат: они могут быть сокращены в случае существенного ухудшения рыночной конъюнктуры. На 2012 г. предварительный объем инвестиций составляет 1-1,2 млрд долл. Ключевыми проектами являются:

- разработка угольного месторождения Ерунаковская-8, его запуск позволит добывать 2 млн тонн коксующегося угля в год с 2014 г. (инвестиции во 2П 2011 г. составят 56 млн долл.);
- разработка железорудного месторождения Качканар (31 млн долл.);
- строительство двух прокатных станков Южный в России и Костанай в Казахстане (58 млн долл.);
- установка системы пылеугольного топлива на НТМК и ЗСМК, которая позволит снизить расход коксующегося угля на 20% (130 млн долл.);
- реконструкция рельсопрокатного стана на ЗСМК (107 млн долл.).

Кроме того, компания находится в стадии переговоров с Алросой по созданию СП для разработки железорудного проекта Тимир (Якутия).

**Вопрос рефинансирования краткосрочного долга решен до 2013 г.**

За отчетный период были размещены евробонды Evraz18-2 (YTM9,3%) номиналом 850 млн долл. со ставкой купона 6,75% годовых, средства от которого в размере 693 млн долл. были потрачены на частичный выкуп обращающихся бумаг Evraz13 (YTM7%) номиналом 1,3 млрд долл. со ставкой купона 8,875% годовых. Убыток понесенный в результате выкупа (по цене выше номинала) был зафиксирован в размере 71 млн долл.

В июне эмитент сделал предложение держателям конвертируемых облигаций EvrazConv.14 о конвертации их в GDR по цене 21,12 долл. с премией за конвертацию в размере 24,4% от номинала. В итоге обязательства на сумму 551 млн долл. были переведены в капитал. Премия за конвертацию (158 млн долл.) и стоимость транзакции (2 млн долл.) были признаны в качестве одноразового убытка.

В июне также были размещены два выпуска рублевых облигаций Евраз-5 (YTP11% @ июнь 2016 г.) и Евраз-7 (YTP11% @ июнь 2016 г.) на сумму 20 млрд руб., которые, как и все остальные рублевые выпуски, были конвертированы эмитентом в доллары через своп. В рамках этого свопа по всем обращающимся рублевым облигациям общим номиналом 70 млрд руб. Евраз платит фиксированную процентную ставку в долларах (4,45-8,90% годовых) и погашает основное обязательство в совокупном объеме 2,17 млрд долл., а в обмен получает рублевую ставку купона и основного долга на сумму 63,79 млрд руб. (2,27 млрд долл. по курсу на 30.06.2011 г.) в даты погашений облигаций.

Краткосрочный долг составляет 35% от всей задолженности компании и полностью покрывается денежными средствами. В 2012 г. Евразу предстоит погасить банковские кредиты на сумму менее 250 млн долл., что нивелирует краткосрочные риски рефинансирования. Кроме того, на отчетную дату объем невыбранных кредитных лимитов составлял 1,4 млрд долл.,

## Некоторый риск представляют ковенанты на уровень долговой нагрузки

в т.ч. подтвержденные кредитные линии - 788 млн долл. Выход на рынок облигаций в ближайшее время не планируется.

По долговым инструментам компании действует ряд финансовых ковенантов, в частности, по бондам Evraz18 предусмотрено ограничение на коэффициент Долг/ЕБИТДА 3,0х. По итогам этого года невыполнение ковенантов маловероятно, принимая во внимание 1) отсутствие существенных потребностей в дополнительном заемном капитале, и 2) сформированный портфель заказов. По нашим оценкам, нарушение станет возможным, если ЕБИТДА за 2П 2011 г. снизится в 2 раза в сравнении с 1П 2011 г. При сохранении негативной динамики на сырьевых рынках в 2012 г., существует некоторый риск нарушения ковенантов. Тем не менее, мы считаем, что эмитент сможет договориться с кредиторами о пересмотре ограничений.

10 октября компания приняла решение о выплате дивидендов в размере 491 млн долл. С учетом вышесказанного, мы не считаем, что это событие приведет к существенному ухудшению кредитного профиля компании в случае их выплаты из накопленных денежных средств.

Мы не видим торговых идей в обращающихся выпусках эмитента, которые выглядят справедливо оцененными, предлагая премию к бумагам Северстали около 50 б.п. как на рынке рублевых облигаций, так и на рынке евробондов. На наш взгляд, лучшей альтернативой бумагам Евраза является короткий евробонд Raspadskaya12 с погашением в мае 2012 г., котирующийся на уровне YTM7,5%, при этом последние сделки проходили по YTM9,2%.

## 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.