

Пульс рынка

- **Доверие инвесторов к еврозоне вновь снижается.** Отсутствие заметного продвижения в вопросе сокращения бюджетного дефицита Италии, новое правительство которой находится только в стадии формирования, вновь увеличило давление продавцов на суверенные долги, что привело к росту доходностей 10-летнего бонда страны выше отметки YTM 7,0%. 5Y CDS на Италию обновил исторический максимум 591 б.п. Перед новым правительством Греции стоит задача получения уже одобренной помощи от EFSF (прежде всего, 8 млрд евро), для чего необходимо подписать гарантии осуществления мер по сокращению бюджетного дефицита (прежде всего, госрасходов). Интрига состоит в том, что оппозиция может отказаться брать на себя столь непопулярные обязательства. Мы считаем, что сокращение бюджетных расходов в еврозоне будет проходить очень болезненно, вызывая забастовки, уличные беспорядки, что в итоге может привести к массовому "добровольному" выходу стран из зоны евро. Кстати говоря, соответствующее одобрение дала правящая партия Германии (так что двери на выход из евро теперь открыты).
- **Периферия еврозоны погружается в рецессию.** Негативная статистика по промышленному производству (вышедшая днем ранее) вчера была дополнена слабыми данными по росту ВВП, который составил 0,6% за 3 кв. в годовом выражении, при этом позитивная динамика ВВП северных стран была нивелирована рецессией южных членов еврозоны. Экономика Германии и Франции, на долю которых приходится почти половина ВВП еврозоны, продемонстрировали рост в 3 кв. на 2% и 1,6%, соответственно. Если состояние экономики Германии не вызывает опасений, то экономика Франции, которая запланировала сокращение бюджетных расходов и увеличение налогов на следующий год, может сильно замедлиться. О негативных ожиданиях рынка свидетельствует расширение 5Y CDS на Францию до нового исторического максимума 230 б.п. Бегство от кредитного риска еврозоны привело к снижению курса евро до отметки 1,34 долл. На фоне развивающегося кризиса суверенных долгов Европы в СМИ вновь возникла тема эффекта домино, от которого первыми пострадают банки.
- **Вновь длинные ОФЗ и опять без премии.** На сегодняшнем аукционе Минфин предложит ОФЗ 26205 номиналом 10 млрд руб. с ориентиром YTM 8,35-8,45%, что, как обычно, не предполагает никакой премии к рынку. Мы напоминаем, что на предыдущем аукционе ОФЗ 26204 были размещены с YTM 8,15%, при этом закрытие вчерашнего дня состоялось на уровне YTM 8,41%. Учитывая все еще слишком узкие спреды ОФЗ к ставкам о/п РЕПО, мы рекомендуем открывать короткие позиции по длинным выпускам. Мы оцениваем справедливую доходность ОФЗ 26205 на уровне YTM 9,5%, что соответствует цене 89,5% от номинала (что на 7 п.п. ниже текущих котировок).
- **Не все первичное предложение интересно.** Uranium One Inc. (S&P: BB-) начал маркетинг выпуска облигаций номиналом до 16,5 млрд руб. с ориентиром YTP 9,73-10,78% к оферте через 5 лет и YTP 10,04-11,09% к оферте через 7 лет, что предполагает премию к кривой ОФЗ в пределах 150-270 б.п. Верхнюю границу диапазона мы считали бы адекватной компенсацией за кредитный риск эмитента для дюрации лишь до 1 года. Также мы отмечаем достаточно скудный объем информации о компании, которую предоставляют организаторы, что вкупе с двухдневным периодом маркетинга, наводит на мысль о нерыночном характере размещения. В сегменте качественных бумаг невысокой дюрации мы обращаем внимание на размещаемый (на вторичном рынке) выпуск ЕАБР-3 (BBB/A3/BBB) номиналом 5 млрд руб. Ориентир находится в пределах YTP 8,40-8,90% @ октябрь 2013 г., что соответствует спреду к кривой ОФЗ в размере 170-220 б.п.

Темы выпуска

- Бюджет закончит год с профицитом
 - Евраз: влияние кризиса уже заметно
-

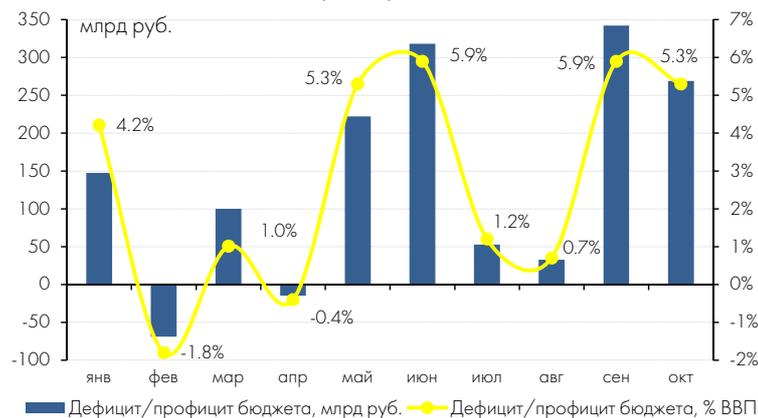
Бюджет закончит год с профицитом

Сальдо федерального бюджета по-прежнему в плюсе

Во вторник Минфин опубликовал информацию об исполнении федерального бюджета за январь-октябрь 2011 г.: доходы достигли 9,2 трлн руб. (90% годового плана), а расходы 7,8 трлн руб. (71% уточненной росписи), образуя профицит за 10 месяцев на уровне 1,4 трлн руб. (2,8% ВВП).

Октябрьские показатели бюджетных поступлений значительно превысили среднемесячные, что при отстающей динамике расходов позволило получить не менее внушительный, чем в предыдущем месяце (342 млрд руб., с учетом корректировки) профицит - 269 млрд руб. Хорошим результатом бюджет полностью обязаны резкому всплеску доходной части - на 3,6% до 1,0 трлн руб., которая по своей величине уступает только показателю июня (1,1 трлн руб.), но тогда имели место крупные поступления прибыли от ЦБ.

Динамика исполнения федерального бюджета в 2011 г.



Источник: Минфин, оценки Райффайзенбанка

Всплеск доходной части бюджета объясняется усилением экспорта нефти

Прирост доходам обеспечили исключительно нефтегазовые поступления (+13,4% до 545,4 млрд руб.), тогда как прочие доходы, напротив, сократились (-3,3% до 482,8 млрд руб.). Столь значительное увеличение доходов в целом предсказуемо. Мы полагаем, что в минувшем месяце заметно вырос экспорт нефти, которую ранее "придерживали" из ожиданий снижения экспортной пошлины в рамках перехода на режим "60-66". При этом поступления от реализации газа остаются достаточно стабильными, поскольку снижение физических поставок нивелируется за счет растущей цены.

Освоение госсредств отстает от графика, переноса эффект "навеса" бюджетных расходов на декабрь 2011 г.

Ускорение расходов в октябре (+17% до 759 млрд руб.) выглядит закономерным после их неожиданного падения в предыдущем месяце и в большей степени отвечает привычной динамике: расходы обычно нарастают в последние месяцы года по мере более интенсивного освоения бюджетного плана. Несмотря на это, расходы по-прежнему отстают от графика сильнее, чем в прошлом году - за 10 месяцев 2011 г. израсходовано только 71% от плана при 74% за аналогичный период 2010 г., что оборачивается ухудшением состояния ликвидности и приводит к перекалыванию эффекта "бюджетного навеса" на декабрь, когда, по нашим оценкам, всплеск расходов достигнет ~1,9 трлн руб.

Опережающий рост доходов при запаздывании госрасходов обернется профицитом по итогам года

Опережающий рост доходной части бюджета при запаздывающей динамике расходов предполагает профицит по итогам года в размере около 140 млрд руб., или 0,3% ВВП (50-60 млрд руб. экономии + 78-80 млрд руб. сверхплановых доходов). Возможность достижения этих показателей вчера нашла подтверждение в заявлении замминистра финансов Т. Нестеренко. По нашим расчетам, фактическая экономия, а с ней и сам профицит, могут превысить официальные оценки и составить ~300 млрд руб., или ~0,5% ВВП за 2011 г.

Новые данные позволяют получить ответ на вопрос о причине осложнения ситуации с ликвидностью в банковском секторе. Ввиду сохранения благоприятной конъюнктуры на сырьевых рынках и сопряженного с этим ускоряющегося роста доходов чистое изъятие ликвидности из экономики в октябре оставалось рекордным, что компенсировалось сопоставимым по величине приростом РЕПО с ЦБ (на ~380 млрд руб.) до 580 млрд руб.

Спрос на инструменты рефинансирования ЦБ и давление на ставки денежного рынка останутся повышенными вплоть до конца декабря 2011 г.

По словам Т. Нестеренко, на пополнение Резервного фонда в 2011 г. планируется выделить около 925 млрд руб. От механизма зачисления во многом зависит дальнейшее развитие ситуации с ликвидностью. Мы считаем, что перевод средств будет осуществляться в январе 2012 г.

Несмотря на то, что Минфин продолжает пролонгировать имеющуюся у банков задолженность по депозитам, ликвидность остается в дефиците. Учитывая слабую динамику притока средств от госрасходов в первой половине ноября, спрос на инструменты рефинансирования ЦБ и давление на ставки денежного рынка будет оставаться повышенным вплоть до сезонного всплеска поступлений из казны в конце декабря 2011 г. Вчера посредством РЕПО банки привлекли у ЦБ 802 млрд руб. (539 млрд руб. на 1 день, 263 млрд руб. на неделю) - абсолютный максимум этого года. Пик спроса на ликвидность, по нашим оценкам, придется на середину декабря, когда Минфин будет "конвертировать" около 650 млрд руб. возвращаемых банками депозитов в расходы бюджета.

Евраз: влияние кризиса уже заметно

Нейтральные результаты за 9М 2011 г.

Евраз (V+/B1/BB-) представил результаты своей деятельности за 9М 2011 г. в рамках промежуточной управленческой отчетности, которые произвели на нас нейтральное впечатление.

Ключевые финансовые показатели Евраз

в млн долл., если не указано иное	9М 2011	9М 2010	изм.
Выручка	12 537	9 729	+29%
ЕБИТДА	2 401	1 766	+36%
Рентабельность по ЕБИТДА	19,2%	18,2%	+1 п.п.
Процентные расходы	551	547	+1%
Капвложения	945	584	+62%

в млн долл., если не указано иное	30 сент. 2011	31 дек. 2010	изм.
Краткосрочный долг	672	714	-6%
Долгосрочный долг	6 542	7 097	-8%
Совокупный долг	7 214	7 811	-8%
Чистый долг	6 636	7 128	-7%
Чистый долг/LTM ЕБИТДА*	2,2x	3,0x	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Наши основные выводы из анализа отчетности приведены ниже:

С начала года позитивная динамика сохранилась...

Увеличение выручки и рентабельности за 9М 2011 г. (г./г.) было связано с ростом цен на стальную продукцию (+20-27% г./г.), а также с увеличением объема продаж стали (+2,6% г./г. до 11,7 млн тонн. Также позитивный вклад в финансовые результаты внесла железорудная продукция, объем реализации которой вырос на 7,7% г./г. до 15 млн тонн (включая внутренние поставки). Стоит отметить, что рентабельность по ЕБИТДА за 9М 2011 г. осталась на уровне 1П 2011 г.

...однако в 3 кв. 2011 г. уже отражает ухудшение конъюнктуры

По некоторым видам продукции (плоский прокат, полуфабрикаты) произошло снижение цен в пределах 4-6% по сравнению со 2 кв. 2011 г., которое сопровождалось сокращением продаж (плоского проката - на 16,6% и рельсов - на 6% кв./кв.). В этой связи в продуктовой линейке лучше остальных выглядит строительный прокат (прирост продаж - 4%, цен - 3% в России). Мы отмечаем, что наибольшее падение было зафиксировано в европейском сегменте (например, производство проката сократилось на 22%, цены на него - на 3-5%). Рентабельность по ЕБИТДА в 3 кв. 2011 г. составила 18,6% (что на 60 б.п. ниже, чем за 1П 2011 г.). Учитывая, что ухудшение конъюнктуры рынка началось только в последнем месяце 3 кв., операционные результаты за 4 кв., скорее всего, окажутся заметно хуже.

Денежные средства пошли на финансирование капвложений.

Размер долга не претерпел заметного изменения, составив 7,2 млрд долл., однако его отношение к показателю LTM EBITDA немного сократилось с 2,55x в 1П 2011 г. до 2,4x. За 3 кв. 2011 г. компания израсходовала половину денежных средств, остаток которых на балансе снизился до 578 млн долл., что, скорее всего, было обусловлено значительными капитальными затратами, превысившими уровень всего 1П 2011 г. (462 млн долл.) и составившими 483 млн долл. Напомним, ключевыми инвестпроектами компании являются разработка угольного месторождения Ерунаковская-8, железорудного месторождения Качканар, строительство двух прокатных станов в РФ и Казахстане, реконструкция рельсопрокатного стана на ЗСМК, а также установка системы пылеугольного топлива на НТМК и ЗСМК.

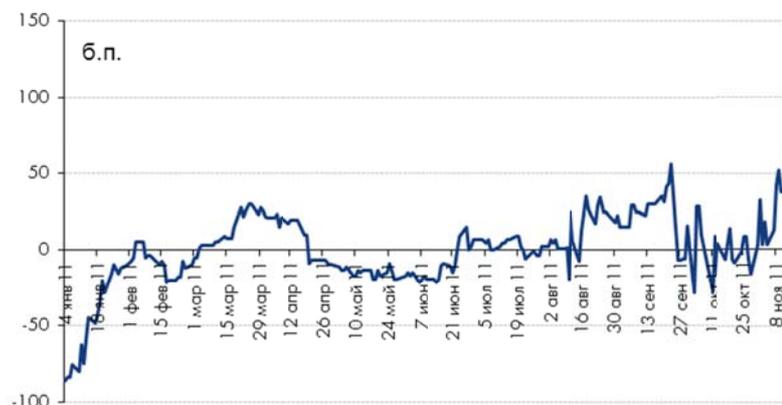
В результате сокращения ликвидности отношение Чистый долг/LTM EBITDA увеличилось с 2,14x до 2,22x. Стоит отметить, что по итогам 9М 2011 г. инвестиционная программа на 2011 г. (объявленная в размере 1,2 млрд долл.) была выполнена на 78%. Таким образом, в 4 кв. компании предстоит потратить 264 млн долл. на капитальные расходы, а также произвести выплату дивидендов на сумму 491 млн долл. (по результатам 1П 2011 г.), что, по нашим оценкам, приведет к сокращению денежных средств на 200 млн долл. (учитывая озвученный ориентир Евраз по EBITDA на 4 кв. в пределах 500-600 млн долл.). Мы ожидаем, что отношение Чистый долг/EBITDA на конец 2011 г. достигнет 2,3x.

Мы обращаем внимание на то, что в 4 кв. 2011 г. компании необходимо будет погасить или рефинансировать, по нашим оценкам, порядка 500 млн долл. краткосрочных банковских кредитов. Учитывая, что по состоянию на 30 июня 2011 г. размер невыбранных подтвержденных кредитных линий составлял около 788 млн долл., мы полагаем, что проблем с рефинансированием у компании не возникнет. Мы также не исключаем, что в случае улучшения конъюнктуры на рынке рублевых облигаций, Евраз может разместить зарегистрированный выпуск ЕвразХолдингФинанс-б на 10 млрд руб.

Покупать спред VIP 18 - Evraz 18

Спред VIP 18 - Evraz 18 (6,75%) расширился до максимального уровня 100 б.п., в то время как кредитное качество эмитентов не претерпело существенного изменения (судя по их последним финансовым результатам). Учитывая более сильный набор кредитных рейтингов Вымпелкома в сравнении с Евразом (2 ступени по шкале S&P), мы считаем, что бонды Евраза должны торговаться с премией к кривой Вымпелкома. С фундаментальной точки зрения, нециклический характер бизнеса Вымпелкома является позитивным моментом в сравнении с Евразом, позволяя компании быть более устойчивой к развитию европейского кризиса. Стоит отметить, что покупка спреда VIP 18 - Evraz 18, (то есть long VIP 18 и short Evraz 18) имеет положительное сагу, из-за ставок купонов 9,125% и 6,75% годовых. Также в стратегии можно использовать другой выпуск Evraz 18 с купоном 9,5% годовых.

Спред VIP 18 - Evraz 18 избыточно широк



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

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
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 221 9801

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.