

## Пульс рынка

- **Нисходящая ценовая динамика в евробондах GEM.** Новая порция макроданных по США вышла в целом на уровне умеренно негативных ожиданий, но заметное увеличение разрешений на новое строительство (+6,8% м./м.) стало поводом для краткосрочной игры на повышение: индексы акций выросли на 0,5-1,0%. На фоне снижения котировок нефти ценовая коррекция на рынке бондов развивающихся стран продолжилась: 30-летние бумаги Бразилии и России подешевели на 1 п.п., давление продавцов присутствовало и в корпоративном сегменте. Сейчас эта коррекция, скорее всего, обусловлена фиксацией прибыли после продолжительного роста (с начала года индикативный выпуск Russia 30 подорожал на 5,6%, а Russia 42 - на 16% с момента размещения в апреле). Кроме того, возможно, ряд инвесторов опасаются традиционных осенних распродаж. Отметим, что относительно успешное размещение на этой неделе векселей Греции позволяет стране избежать дефолта по кредиту ЕЦБ, который гасится в понедельник.
- **Государственное фондирование в цене.** Помимо ожидаемо высокого спроса на депозитном аукционе Казначейства вчера банки сильно нарастили задолженность по кредитам под нерыночные активы. Мы указывали на возможность такого сценария, если ЦБ продолжит сокращать лимиты по своим операциям (он не только сузил лимиты по о/п РЕПО, но и держит недельные лимиты РЕПО достаточными только для пролонгации прежней задолженности). На этом фоне депозитный аукцион вчера повторил успех аукциона во вторник: спрос на средства Казначейства почти в 1,8 раз превысил предложение (88 млрд руб. при лимите 50 млрд руб.), а средневзвешенная ставка возросла до 6,9% против 6,84% во вторник и мин. 6,7%. Задолженность по кредитам под активы и поручительства выросла на 145,1 млрд руб. до 670,4 млрд руб. Эти средства и некоторый приток бюджетных средств позволили ненадолго ослабить напряженность на денежном рынке: короткие ставки снизились до 5,6-6,0%. Но такая ситуация, как мы полагаем, продлится недолго. На фоне завершения 20 августа уплаты НДС (~170 млрд руб., по нашим оценкам) и более крупных выплат до 27 августа - НДС и акцизов (в сумме ~250 млрд руб.) спрос на ликвидность может оказаться не менее внушительным, чем на этой неделе, что приведет к новому витку роста ставок.
- **Банки пытаются выйти на "первичку" без премии.** Альфа-Банк (BB/Va1/BBB-) начал маркетинг БО-7 номиналом 5 млрд руб. с ориентиром YTP 8,68-8,94% к 1,5-годовой оферте. Это предполагает спред к кривой ОФЗ в размере 210-230 б.п., что, скорее, соответствует бумагам госбанков инвестиционной категории, чем банков, находящихся на границе между первым и вторым эшелонами. Более интересной альтернативой являются новые 2-летние облигации МСП Банка, доходность которых по итогам закрытия книги была определена на уровне YTP 9,41%. Зенит (-/Va3/V+) вышел на первичный рынок с ориентиром YTP 9,41-9,62% по годовому выпуску номиналом 5 млрд руб., который соответствует спреду к кривой ОФЗ в диапазоне 330-350 б.п. На вторичном рынке выпуски БО-2 (YTP 10,2% @ апрель 2013 г.) банка Центр-инвест (Moody's: Va3) и БО-3 (YTP 10,1% @ апрель 2013 г.) МКБ (B+/B1/BB-) предлагают большую доходность при близких кредитных рейтингах (при этом МКБ даже превосходит Зенит по величине активов).
- **Редкое предложение от качественного эмитента.** Страховая компания РЕСО-Гарантия (S&P: BB+) вчера начала маркетинг дебютного выпуска облигаций (5 млрд руб.). Ориентир по ставке купона - 9,4-9,8% год., что соответствует YTP 9,62-10,04% к 2-летней оферте и спреду к кривой ОФЗ в размере 290-330 б.п. По нашим наблюдениям, предложение 2-летних облигаций банка с инвестиционным рейтингом находит спрос при спреде к кривой ОФЗ на уровне 260-270 б.п., таким образом, спред для облигаций банка категории BB+ оценивается в 310-320 б.п. Тот факт, что страховые компании привлекают долг лишь для специальных целей в отличие от банков, которым долг необходим для операционной деятельности (соответственно, они чаще выходят на рынок), по нашему мнению, должен транслироваться в дисконт страховых компаний к банкам при прочих равных. Оценивая его в мин. 25 б.п., мы считаем справедливым спред облигаций РЕСО к кривой ОФЗ в 285-295 б.п., соответственно, предлагаемые бумаги интересны даже по нижней границе. Отметим, что обращающийся выпуск Росгосстраха имеет низкую ликвидность (без рейтинга и отчетности по МСФО) и не может являться ориентиром для сравнения.

## Темы выпуска

- **Кокс: существенное снижение краткосрочного долга**

## Кокс: существенное снижение краткосрочного долга

**Результаты оцениваем умеренно позитивно**

Группа Кокс (B/B2/-), крупнейший независимый производитель и экспортер чугуна и товарного кокса в РФ, опубликовала финансовые результаты по МСФО за 1П 2012 г., которые мы оцениваем умеренно позитивно. Снижение выручки на 4% г./г. до 23,5 млрд руб. было обусловлено общим ухудшением ценовой конъюнктуры. Валовая рентабельность сократилась на 9 п.п. г./г. до 24,2% в связи с движением запасов. При этом благодаря снижению цен на сырье, коммерческих и транспортных расходов за счет перехода на другие каналы продаж (в том числе прямые контракты), рентабельность по EBITDA удалось сохранить практически на тех же уровнях, что и годом ранее (всего -0,7 п.п. до 16%).

Долговая нагрузка (Чистый долг/EBITDA) по итогам 1П 2012 г. осталась на уровне 3,0х. Имеющиеся ковенанты по выпуску еврооблигаций компании ограничивают этот показатель значением 3,5х.

### Ключевые финансовые показатели группы Кокс

в млрд руб., если не указано иное	1П 2012	1П 2011	изм.	1П 2012	2П 2011	изм.
Выручка	23,5	24,5	-4%	23,5	31,1	-24%
Валовая прибыль	5,7	8,1	-30%	5,7	7,9	-28%
Валовая рентабельность	24,2%	33,2%	-9 п.п.	24,2%	25,4%	-1,2 п.п.
ЕБИТДА	3,8	4,1	-7%	3,8	4,5	-16%
Рентабельность по ЕБИТДА	16,0%	16,7%	-0,7 п.п.	16,0%	14,4%	+1,6 п.п.
Чистая прибыль	0,9	1,6	-44%	0,9	-0,4	-
Операционный денежный поток	6,1	-3,1	-	6,1	7,9	-23%
Инвестиционный денежный поток, в т.ч.	-4,0	-2,6	+54%	-4,0	-3,7	+8%
Капвложения	-4,2	-2,5	+68%	-4,2	-3,3	+27%
Финансовый денежный поток	-1,0	0,5	-	-1,0	-2,1	-2,1х
в млрд руб., если не указано иное		<b>30 июня 2012</b>			31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.		24,7			25,6	-3%
Краткосрочный долг		1,6			4,8	-3,0х
Долгосрочный долг		23,1			20,7	+12%
Чистый долг		24,3			25,4	-4%
Чистый долг/ EBITDA LTM*		3,0х			2,9х	-

\* EBITDA за предшествующие соответствующей дате 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

По операционным показателям компании стоит выделить рост собственной добычи коксующегося угля (+24% г./г. до 0,7 млн т). Объемы добычи железной руды повысились на 2% г./г. до 2,4 млн т, при слабой динамике объемов производства конечной продукции (0% г./г., 1,06 млн т по чугуну, -5% г./г. до 1,28 млн т по коксу).

**Сокращение выручки из-за снижения цен на продукцию**

В целом неблагоприятная ценовая конъюнктура на конечную продукцию предопределила снижение выручки на 4% г./г. При сокращении физических объемов продаж в РФ, компания наращивала объемы реализации продукции на экспорт. В итоге доля экспорта в выручке (без учета межсегментных продаж) выросла с 57% до 68%. При этом поддержку выручке оказал всплеск цен на чугун в конце апреля-начале мая (по нашим оценкам, +13%).

**Повышение цен по некоторым форвардным контрактам Кокса**

В течение 8 месяцев 2012 г. наблюдается негативная динамика цен на чугун, лом и кокс. Однако, по данным менеджмента, компанией подписаны контракты, по некоторым из которых форвардная цена на сентябрь и октябрь уже превышает сегодняшний уровень на 25 долл. (+6%), что позволяет надеяться на некоторое восстановление в 3 кв. 2012 г.

<b>Существенное высвобождение средств из оборотного капитала</b>	Мы отмечаем, что в 1П 2012 г. компания существенно увеличила операционный денежный поток, значительно снизив инвестиции в оборотный капитал. Это объясняется рядом факторов. Во-первых, в связи с наращиванием прямых продаж уменьшились сроки поставки конечным покупателям, произошло снижение запасов, и, как следствие, дебиторской задолженности. Во-вторых, увеличение кредиторской задолженности было связано с получением авансов по новым контрактам. Во 2П 2012 г. такого существенного роста оборотного капитала, скорее всего, уже не произойдет.
<b>Два ключевых проекта определяют объем капзатрат на ближайшие годы</b>	Операционного денежного потока было достаточно для реализации капвложений. Из запланированного на 2012 г. бюджета капзатрат (9 млрд руб.) за 1П было освоено около половины объема. Кокс в настоящее время реализует 2 ключевых проекта - строительство угольных шахт Бутовская и Тихова, на которые приходится до 2/3 (7,5 млрд руб.) капвложений в 2012 г. В 2013 г. ожидается пик инвестиций по этим объектам - 9,7 млрд руб. Их запуск намечен в 1 кв. 2013 г. и 1 кв. 2014 г., соответственно.
<b>Заметное снижение краткосрочного долга</b>	Мы отмечаем существенное (-3,0x) сокращение краткосрочного долга компании за 1П 2012 г., за счет перехода на реализацию продукции через сторонних трейдеров (необходимость в торговом финансировании отпадает), а также рефинансирования части долга. Общий долг сократился на 3% г./г. до 24,7 млрд руб. Основными кредиторами группы являются Сбербанк и Газпромбанк. Остальной долг представлен 2 выпусками рублевых облигаций и евробондом (часть которого (10%) была выкуплена компанией в 2011 г.). Чистый долг снизился на 4%, а его отношение к LTM EBITDA немного повысилось с 2,9x до 3,0x из-за снижения показателя EBITDA.
<b>Ожидаем привлечения нового долга, объем которого ограничен ковенантой по евробонду</b>	При сохранении неблагоприятной ценовой конъюнктуры в следующем году с учетом масштабной инвестпрограммы, а также необходимости погашения/рефинансирования долга в объеме 3,7 млрд руб., мы ожидаем, что Коксу придется привлечь новый долг. Компании доступно финансирование от крупнейших госбанков, и, по ее данным, объем подтвержденных невыбранных кредитных линий составляет 55,5 млрд руб. При этом повышение долга ограничено ковенантой, и в случае недостаточности операционных денежных потоков, компании придется сокращать инвестзатраты.
<b>Торговых идей в долговых бумагах эмитента нет</b>	Рублевые облигации БО-2 Кокс выглядят дорого, предлагая YTM 11,6% @ май 2014 г., лучшей альтернативой являются бумаги банковского сектора аналогичного кредитного рейтинга. Еврооблигации Koks 16 в последнее время демонстрировали ценовую динамику хуже рынка и сейчас имеют YTM 10,3%, что является наибольшей доходностью в сегменте бумаг третьего эшелона. Ценовой рост выпуска Koks 16 ограничивается его относительно длинной дюрацией, а также высокой чувствительностью кредитного профиля к ценам на чугун и кокс. В сегменте высокодоходных евробондов мы отдаем предпочтение с точки зрения риска и доходности выпускам TCS Bank 14 (YTM 8,2%) и AllianceOil 15 (YTM 7,6%).

## Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

### Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Лукойл
Башнефть	Новатэк
БКЕ	Татнефть
Газпром	Транснефть
Газпром нефть	ТНК-ВР

### Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

### 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	Ростелеком
МТС	Теле2

### Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

### Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

### 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 макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Макростатистика июня: ни шатко, ни валко

### Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

### Инфляция

Инфляцию по осени считают

### Валютный рынок

ЦБ готовится к худшему

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ключевые ставки неизменными

### Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

### Рынок облигаций

Облигации госбанков: осторожность в выборе не помешает

### Промышленность

Промпроизводство: шаг вперед, два назад

### Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

### Ликвидность

Ликвидность: ЦБ в поисках новых инструментов рефинансирования

### Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ: исключение или новое правило?

### Бюджет

Бюджет не дает надежду на ликвидность

### Долговая политика

Пополнение Резервного фонда в долг

## 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
Павел Папин		(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская		(+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

### 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
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807

**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.