

Пульс рынка

- **Макростатистика по США улучшила настроения инвесторов.** Макроданные оказались заметно лучше ожиданий. Новые заявки на пособия по безработице, а также общее численность лиц, продолжающих получать пособия, сократились сильнее прогнозов. Индекс производственной активности (Empire Manufacturing) вырос в декабре до максимального за последние 7 месяцев уровня. В то же время данные за ноябрь в обрабатывающей промышленности оказались слабыми, что связано со снижением в сегменте автокомпонентов. Стоит отметить, что улучшение ситуации на американском рынке труда может иметь несколько искусственный характер: квалифицированные специалисты, потерявшие работу, вынуждены устраиваться на низкоквалифицированные и, соответственно, низкооплачиваемые позиции, что никак не способствует экономическому росту.
- **Вотум доверия по бюджетным ограничениям в Италии.** Сегодня премьер-министру страны М. Монти после дебатов предстоит пройти через голосование о вотуме доверия, которое было предложено новым правительством для преодоления разногласий и ускорения принятия мер по сокращению бюджетного дефицита (в общем объеме 30 млрд евро). Мы отмечаем, что для разрешения кризиса в рамках единой валюты формирование фискального союза является правильным решением, поскольку масштабное количественное смягчение без единого контроля над бюджетами стран не будет способствовать сокращению долга южных стран еврозоны.
- **Продажи в длинных ОФЗ.** Под воздействием негативной динамики на рынке нефти (Brent подешевел вчера еще на 1% до 103 долл./барр.), а также повышения ставок о/п междилерского РЕПО (до 6% годовых) все выпуски ОФЗ вчера оказались под давлением продавцов, потеряв в цене порядка 30-50 б.п., при этом наиболее высокий объем сделок "в стакане" (~5,8 млрд руб.) прошел в длинных выпусках ОФЗ 26204 и 26206. Сегодня с утра продажи продолжились. В условиях повышения ставок денежного рынка, которые за последний месяц выросли на 70 б.п., отсутствие сопоставимого роста доходностей ОФЗ привело к сужению маржи carry-trade над ставками о/п РЕПО с 300 б.п. до 240 б.п. по длинным бумагам. Поскольку в 1 кв. 2012 г. мы ожидаем сохранения достаточно напряженной ситуации с ликвидностью и, как следствие, повышенных ставок денежного рынка, переоценка на рынке ОФЗ должна продолжиться: мы оцениваем справедливое положение ОФЗ 26204 и 26206 в диапазоне УТМ 8,75-9%, а 26205 - УТМ 9,0-9,25%. Тем не менее, эффект завершения года будет несколько сдерживать падение цен на рынке ОФЗ.
- **Отток капитала замедляется, что оборачивается менее выраженным ослаблением рубля.** Согласно заявлению первого зампреда ЦБ Алексея Улюкаева, отток капитала в ноябре снизился до 10 млрд долл. против предположительно 14 млрд долл. в октябре, образуя суммарный отток капитала за 11 мес. в 74 млрд долл. Улучшение состояния капитального счета сопровождалось менее интенсивным падением курса рубля и сопряженным с этим снижением ежедневной величины продаж валюты ЦБ до ~120 млн долл. Динамика интервенций Банка России с начала месяца (~350 млн долл. продаж на прошлой неделе) указывает на продолжение оттока капитала в декабре, величина которого едва окажется существенно ниже ноябрьских цифр ~8-9 млрд долл., что предполагает более 80 млрд долл. оттока за весь год, что соответствует нашим прогнозам.

Темы выпуска

- Мечел: увеличение долга вновь поставило вопрос о ковенанте
 - АЛРОСА: алмазы не дешевеют
-

Мечел: увеличение долга вновь поставило вопрос о ковенанте

Долговая нагрузка продолжила рост

Мечел (Moody's: B1), одна из ведущих горнодобывающих и металлургических компаний России, опубликовал финансовые результаты по US GAAP за 3 кв. и 9М 2011 г., которые мы оцениваем умеренно негативно.

Выручка в 3 кв. 2011 г. снизилась на 7,6% кв./кв., составив 3,2 млрд долл., что привело к замедлению темпа роста выручки за 9М по сравнению с 1П на 10 п.п. до 37,9%. Рентабельность по EBITDA увеличилась на 3,4 п.п. кв./кв. до 21%. Улучшение квартальных показателей прибыли продемонстрировало металлургическое подразделение на фоне более-менее ровной динамики добывающего сегмента.

Негативным моментом отчетности стало сохранение тенденции первых двух кварталов к увеличению долговой нагрузки: с учетом обязательств по финансовому лизингу, отношение Чистый долг/LTM EBITDA выросло с 3,57х во 2 кв. 2011 г. до 3,63х в 3 кв. 2011 г., несмотря на увеличение LTM EBITDA на 3,1% кв./кв.

Ключевые финансовые показатели Мечела

в млн долл., если не указано иное	3 кв. 2011	2 кв. 2011	изм.	9М 2011	9М 2010	изм.
Выручка	3 210	3 472	-7,5%	9 617	6 976	+37,9%
Валовая прибыль	1 185	1 185	0%	3 390	2 594	+31%
Валовая рентабельность	36,9%	34,1%	+2,8 п.п.	35%	37%	-2 п.п.
EBITDA	678	612	+11%	1 857	1 406	+32%
Рентабельность по EBITDA	21,0%	17,6%	+3,4 п.п.	19%	20%	-1 п.п.
Чистая прибыль	32	210	-84%	580	475	+22%
Чистая рентабельность	0,1%	6,0%	-5,9 п.п.	6%	7%	-1 п.п.
		9М 2011		9М 2010		изм.
Операционный поток		-48		-204		-4,25х
Инвестиционный поток		-1 420		-746		+90%
Финансовый поток		1 715		795		+2,25х

в млн долл., если не указано иное	30 сент 2011	30 июня 2010	изм.
Совокупный долг*, в т.ч.	9 494	8 919	+6%
Краткосрочный долг	2 457	2 146	+14%
Долгосрочный долг	7 037	6 773	+4%
Чистый долг	8 976	8 563	+5%
Чистый долг/LTM EBITDA**	3,63х	3,57х	-

* включая финансовый лизинг

** OIBDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Сокращение продаж низкомаржинальной продукции снизило выручку, но увеличило рентабельность металлургического сегмента

Снижение выручки было обусловлено, главным образом, негативной динамикой в металлургическом сегменте: его продажи сократились на 13% до 1,8 млрд долл. Общий объем реализации металлопродукции в физическом выражении (включая перепродажи) снизился, по нашим оценкам, на 22% кв./кв. до 1,8 млн т. Наиболее значительное сокращение произошло в товарной заготовке (на 57% кв./кв. до 312 тыс. т), имеющей низкую добавленную стоимость. Как было озвучено в ходе телеконференции, модернизация ЧМК нашла отражение в снижении себестоимости производства стали на 10%. В результате рентабельность по EBITDA металлургического сегмента поднялась на 5,2 п.п. кв./кв. до 8,2%.

Стоит отметить увеличение г./г. доли готовой продукции, закупаемой у третьих сторон (для последующей перепродажи) на 6 п.п. до 35% за 9М 2011 г., что, скорее всего, связано с развитием сбытовой сети «Мечел Сервис Глобал» (МСГ).

Угольный сегмент под давлением негативной ценовой конъюнктуры

В добывающем сегменте негативная динамика цен на уголь была в большей степени компенсирована существенным приростом продаж сырья (угля и руды), который составил 6,7% кв./кв. (6 млн т в 3 кв. 2011 г.). В результате выручка в сегменте добычи выросла на 3,9% до 1,15 млрд долл. Увеличение добычи угля на 11,2% кв./кв. до 7,3 млн т стало следствием ввода в эксплуатацию первоочередного участка Эльгинского разреза. Доля коксующегося угля в продажах немного повысилась: с 55% до 57%. Порядка 41% продукции сегмента поставляется в Азию, при этом мы отмечаем, что доля Китая выросла с 12% до 28%.

Рентабельность по EBITDA сегмента в 3 кв. 2011 г. оказалась под давлением рыночной конъюнктуры, снизившись на 3,7 п.п. до 36,6%. Ферросплавный и энергетические сегменты также внесли негативный вклад: показатель EBITDA от ферросплавов снизился на 85% кв./кв., а энергетический сегмент продемонстрировал убыток на уровне EBITDA.

Операционный поток ушел в металлотрейдинг

Благодаря увеличению прибыли (EBITDA за 3 кв. увеличился на 11% кв./кв. до 677,5 млрд руб.) операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале составил 500 млн долл., что на 38% превышает среднее значения показателя за первые два квартала. Однако на финансирование оборотного капитала ушли практически все средства, полученные от операционной деятельности, что было, по-видимому, обусловлено расширением деятельности МСГ, потребовавшим увеличения дебиторской задолженности (по сути, осуществления товарного кредитования). В итоге капитальные инвестиции (612 млн долл.), а также выплата дивидендов (по итогам 2010 г.) в объеме 210 млн долл. в 3 кв. 2011 г. были профинансированы за счет привлечения нового долга.

CAPEX вновь потребовал новый долг

Капвложения в 2012 г. будут урезы

Большая часть капитальных затрат связана с разработкой Эльгинского месторождения. В металлургическом сегменте были завершены работы по ремонту доменной печи №5, произведена замена конвертера №2 на ЧМК и модернизировано прокатное производство на "Ижстали". На фоне снижения мировых цен на сталь и уголь, компания урезала планы по капитальным расходам на 4 кв. 2011-2012 г., ограничившись лишь расходами на Эльгинском месторождении и модернизацию ЧМК. По ранее озвученным оценкам, инвестиции в Якутуголь (включая Эльгинское месторождение) могут составить 825 млн долл. ежегодно в 2012-2015 г. Планы горных работ предполагают выход Эльгинского разреза к 2015 году на мощность добычи в 9 млн т в год, при этом уже в 2012 г. с разреза планируется добыть порядка 2 млн т рядового угля.

Компания не видит проблем с прохождением пика погашений в 2012 г., несмотря на относительно низкий LTM EBITDA

В 2012 г. компании необходимо будет исполнить финансовые обязательства в сумме 2,7 млрд долл. (в том числе погашение выпуска Мечел, БО-1 номиналом 5 млрд руб.), что не может быть осуществлено полностью из собственных средств (LTM EBITDA составляет 2,4 млрд долл.). По мнению менеджмента, долг может быть частично пролонгирован (в объеме 1,1 млрд долл., привлеченных на финансирование оборотного капитала) и частично рефинансированы за счет невыбранных кредитных линий. По оценкам компании, размер "денежной подушки" (включающей денежные средства и их эквиваленты, а также невыбранные кредитные линии) составляет порядка 2,1 млрд долл. Мечел надеется оставить в обращении выпуски Мечел-4,5 после оферт, которые запланированы на июль и октябрь 2012 г., предложив рыночные ставки по купонам.

В 4 кв. вновь встанет вопрос о ковенанте, что может привести к повышению процентной ставки

Снижение цен на уголь и сталь, наблюдающееся в 4 кв. (на 5% и 7%, соответственно), по нашим оценкам, не может быть скомпенсировано увеличением объема продаж угля (как это произошло в 3 кв.). Мы полагаем, что ковенанта 3,5x по отношению Чистый долг/EBITDA будет нарушена, при этом EBITDA может снизиться до 500-550 млн долл. в 4 кв. 2011 г. Менеджмент компании также не исключает нарушения этой ковенанты по итогам года, считая, что сможет вновь договориться с кредиторами, что приведет к росту процентной ставки. Относительно невысокий уровень покрытия процентных платежей показателем EBITDA (по нашим оценкам, около 4,0x) создает повышенный риск устойчивости кредитного профиля компании в случае существенного ухудшения рыночной конъюнктуры. В качестве возможного источника сокращения долговой нагрузки мы видим сокращение бизнеса по перепродаже стальной продукции, что высвободит значительные средства из оборотного капитала.

Облигации Мечела котируются дорого

Мы не ожидаем снижения долговой нагрузки Мечела в 4 кв. и 2012 г. на фоне неблагоприятной конъюнктуры на рынках угля и стали, а также по причине относительно высоких капитальных расходов. Рублевые облигации эмитента имеют низкую ликвидность и котируются почти на кривой облигаций Евраз (B+/B1/BB-), что, на наш взгляд, является недостаточной компенсацией за кредитный риск. Не исключено, что Мечел может выйти на первичный рынок облигаций (зарегистрированы выпуски на сумму 35 млрд руб.) при улучшении конъюнктуры, учитывая потребности компании в рефинансировании.

АЛРОСА: алмазы не дешевеют

АЛРОСА (BB-/Ba3/BB-), крупнейший в мире производитель алмазов, опубликовала в целом позитивные финансовые результаты по МСФО за 3 кв. и 9М 2011 г., а также провела телеконференцию, на которой поделилась своими планами до конца этого года, а также на 2012 г.

Ключевые финансовые показатели АЛРОСА

в млн руб., если не указано иное	3 кв. 2011	2 кв. 2011	изм.	9М 2011	9М 2010	изм.
Выручка	41 168	36 547	+13%	107 315	90 333	+19%
Валовая прибыль	25 356	25 247	-	66 629	35 762	+86%
Валовая рентабельность	61,6%	69,1%	-7,5 п.п.	62,1%	39,6%	+22,5 п.п.
ЕБИТДА	22 512	21 844	+3%	58 390	29 174	+2,0x
Рентабельность по ЕБИТДА	54,7%	59,8%	-5,1 п.п.	54,4%	32,3%	+22,1 п.п.
Чистая прибыль	9 261	14 556	-36%	35 528	10 989	+3,2x
Чистая рентабельность	22,5%	39,8%	-17,3 п.п.	33,1%	12,2%	+20,9 п.п.
Операционный денежный поток				40 022	32 495	+23%
Инвестиционный денежный поток, в т.ч.				-13 313	-7 141	+86%
капитальные затраты				-13 989	-8 574	+63%
Денежный поток по финансовой деятельности				-7 702	-18 084	-57%

в млн руб., если не указано иное	30 сент. 2011	30 июня 2011	31 дек. 2010	30 сент./ 30 июня
Краткосрочный долг	33 102	30 543	12 944	+8%
Долгосрочный долг	74 381	68 759	89 021	+8%
Совокупный долг	107 483	99 302	101 965	+8%
Чистый долг	84 734	85 311	97 829	-1%
Чистый долг/LTM ЕБИТДА*	1,3x	1,7x	2,8x	

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Высокие цены поддерживают продажи

Несмотря на ухудшение состояния мировой экономики в 3 кв. 2011 г., компании удалось увеличить выручку на 13% кв./кв. исключительно благодаря позитивной ценовой динамике (+19% кв./кв. до 142 долл./карат). Поддержку продажам оказала высокая доля долгосрочных контрактов (в среднем 3-летних, с ежемесячными поставками и пересмотром цены раз в три месяца). Она увеличилась с 62% во 2 кв. 2011 г. до 68% в 3 кв. 2011 г. В планах компании на 4 кв. 2011 г. - довести эту долю до 80%. Отметим, что доля экспортных продаж в 3 кв. 2011 г. возросла с 73% до 77%.

Добыча алмазов снизилась на 26% до 6,9 млн карат, продажи в натуральном выражении сократились меньше - только на 9% до 9,1 млн карат, очевидно, за счет реализации запасов, а также перепродажи алмазов. АЛРОСА сохраняет свой ранее озвученный ориентир по добыче на 2011 г. - 34,5 млн карат, т.е. планируется увеличение объемов производства в 4 кв. 2011 г. на 20% кв./кв. до 8,3 млн карат. В 2012 г. существенного роста объемов добычи не ожидается.

В ходе телеконференции, менеджмент отметил, что в настоящий момент цены на алмазы даже выше уровня 3 кв. 2011 г., тем не менее, прогнозы по выручке на весь 2011 г. были немного снижены (с 5 млрд долл. до 4,8 млрд долл.).

Значительный курсовой убыток привел к сокращению чистой прибыли

EBITDA за 3 кв. 2011 г. продемонстрировала более медленный рост (+3% кв./кв.), что связано в основном с движением запасов в себестоимости, оказавшим значительное давление на валовую прибыль. Тем не менее, благодаря снижению расходов по заработной плате почти на 13%, негативный эффект был частично компенсирован. Существенное уменьшение чистой прибыли связано с курсовой переоценкой (-7,2 млрд руб.) валютных обязательств. Мы отмечаем, что в будущем у компании нет планов по конвертации валютного долга в рубли. Учитывая, что основная часть выручки формируется от экспортных продаж, валютные риски минимизируются естественным образом.

Компания имеет большой запас ликвидности

Операционный денежный поток, полученный в 3 кв. 2011 г. (17,4 млрд руб.), полностью покрыл инвестиционные потребности компании (5,3 млрд руб.), а также выплаты долга (1,1 млрд руб.) и дивидендов (1,9 млрд руб.). Накопленные денежные средства на балансе увеличились за квартал на 8,8 млрд руб. до 22,7 млрд руб. Столь значительный запас ликвидности поможет компании без проблем погасить 7,1 млрд руб. долга в 4 кв. 2011 г.

Общий объем финансовых обязательств компании увеличился за квартал на 8% до 107,5 млрд руб., преимущественно из-за переоценки валютного долга. 80% задолженности - публичные долговые инструменты.

По состоянию на середину декабря общий долг АЛРОСА сократился до 95,7 млрд руб. В ходе телеконференции менеджмент озвучил, что не планирует наращивать долг (за исключением сделки с ВТБ) и, в частности, выходить на рынок рублевых облигаций или еврооблигаций. Также отложены планы по IPO.

Выкуп газовый активов увеличит долг в следующем году

Обратный выкуп газовых активов у ВТБ Капитала, перенесенный на начало следующего года, станет основным источником роста долга. По оценкам менеджмента, реализация сделки потребует 1,1 млрд долл. Для ее финансирования компания намерена возобновить в начале 2012 г. маркетинг ЕСП-программы. Также, по информации менеджмента, ВТБ готов предоставить финансирование. Кроме того, компания имеет существенный запас собственных средств.

Инвестиции в 2012 г. компания сможет профинансировать из собственных потоков

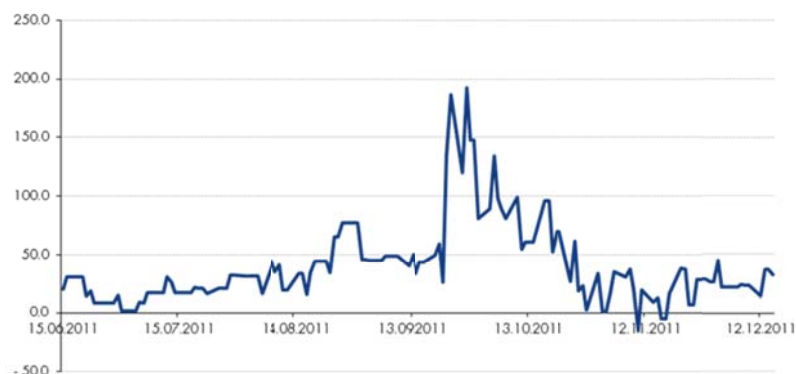
План капитальных вложений на 2012 г. озвучен на уровне 700 млн долл. (~21 млрд руб.). Разработка железорудного месторождения Тимир будет осуществляться совместно с Евразом (в настоящий момент ожидается получение разрешения Правительства на продажу ему 51% доли в проекте за ~5 млрд руб.). В связи с начальной стадией реализации проекта в ближайшие 2 года (2012-2013 гг.) капвложения в него будут относительно невысокими. В частности, в следующем году они составят 30 млн долл.

В целом, с учетом сделки с ВТБ, долговая нагрузка АЛРОСА в 2012 г. увеличится, но, по нашим оценкам, не должна превысить 1,5x в терминах Чистый долг/EBITDA при сохранении продаж на уровне 2011 г.

Бумаги эмитента неинтересны для покупки

На наш взгляд, обращающиеся рублевые выпуски выглядят неинтересно. Для инвесторов, которым интересен риск горно-металлургического сектора, мы рекомендуем обратить внимание на первичное размещение биржевых бумаг НЛМК. Спред Severstal 14-ALROSA 14 в пределах 30 б.п. мы считаем справедливым.

Динамика спреда Severstal 14-Alrosa 14, б.п.



Источник: Bloomberg

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.