

Пульс рынка

- **Сильная макростатистика по Германии за 3 кв. улучшила настроения.** Экспорт вырос на 1,4%, импорт на 1% (ожидалось 1% и 0,5%, соответственно). Инвестиции в строительство после спада на 0,3% в предыдущем квартале повысились на 1,5%. Поддержку экономике обеспечили, в том числе, и госрасходы (+0,4% кв./кв.). Повышению аппетита к риску также способствовали данные по промпроизводству в Китае и ожидания монетарных стимулов от ЦБ Японии (после проведения досрочных парламентских выборов 16 декабря). Сегодня состоится очередной раунд переговоров по греческому вопросу.
- **Уплата налогов приведет к росту коротких ставок до 6,5%, риски дефицита ликвидности в 20-х числах декабря сильно возросли.** На прошлой неделе ситуация на денежном рынке вошла в обычное русло, наблюдавшаяся в середине ноября аномальная напряженность исчезла, RUONIA опустилась до 5,9%-6,0%. Отток от уплаты НДС (~140 млрд руб.) и размещение ОФЗ (32 млрд руб.) банки компенсировали снижением корсчетов на ~100 млрд руб. и привлечением кредитов ЦБ под нерыночные активы на 60 млрд руб. Объем задолженности по РЕПО с ЦБ не изменился (~1,6 трлн руб.). Банки по-прежнему демонстрируют слабый спрос на аукционах Казначейства: из предложенных 80 млрд руб. месячных депозитов было размещено чуть больше половины. На этой неделе Казначейство предлагает депозиты на нетипичные сроки (21 и 23 дня по 40 млрд руб.) с погашением 21 декабря. Похоже, что оно не намерено пролонгировать значительную часть депозитов дальше этой даты, что противоречит нашему базовому сценарию. Поэтому риски резкого ухудшения ситуации с ликвидностью в 20-х числах декабря серьезно возрастают. На этой неделе произойдет уплата основных налогов: НДС, части экспортной пошлины и налога на прибыль. По нашим оценкам, чистые изъятия ликвидности бюджетом в течение всей недели составят около 350 млрд руб., а наибольшая напряженность должна наблюдаться сегодня (уплата НДС и части экспортной пошлины). Мы ждем краткосрочного роста задолженности по РЕПО с ЦБ выше 1,7 трлн руб., а также серьезного снижения корсчетов, что приведет к росту ставок до 6,5%.
- **ЦБ немного смягчил позицию по потребкредитованию.** По данным СМИ, ЦБ готов смягчить первоначальный жесткий вариант поправок в регулировании, направленных на снижение активности банков в этом сегменте. Так, коэффициенты риска будут несколько ниже: для кредитов со ставкой более 60% год. коэффициент будет не 2,5, как предлагалось ранее, а 2. Кроме того, на 4 месяца отложен срок вступления поправок в силу (до 1 июля 2013 г.), что позволит банкам в плановом порядке изменить линейку продуктов и провести докапитализацию, которая, по оценкам ЦБ, составит от трети до половины текущего капитала для наиболее активных игроков рынка (в целом - 70 млрд руб.). Пожелания банков не повышать коэффициенты риска для заемщиков с положительной кредитной историей не были учтены. Мы уже неоднократно отмечали, что сам рынок потребкредитования еще далек от перегрева, поэтому изначальные предложения ЦБ выглядели слишком жесткими. По-видимому, розничные банки (БРС, ХКФБ, ТКС, Ренессанс Капитал, ОТП) в 1П 2013 г. будут искать источники пополнения капитала, в том числе, размещать субординированные бонды.

Темы выпуска

- ММК: концентрация на российском рынке стала плюсом
-

ММК: концентрация на российском рынке стала плюсом

Позитивные результаты за 3 кв.

ММК (-/Ва3/BB+) опубликовал позитивные финансовые результаты за 3 кв. 2012 г. по МСФО, которые отражают стабильный спрос на внутреннем рынке при снижении стоимости сырья (железной руды и коксующегося угля). Рентабельность по EBITDA выросла на 2,5 п.п. до 17,2% (что выглядит наиболее позитивно на фоне основных конкурентов - НЛМК: - 2,2 п.п. до 16,1%, Северсталь: - 2,7 п.п. до 15,2%). Совокупный долг за 3 кв. увеличился на 5% до 3,9 млрд долл., что преимущественно связано с укреплением рубля относительно доллара США. В результате отношение Чистый долг/EBITDA незначительно повысилось до 2,89x с 2,87x на конец 2 кв.

Ключевые финансовые показатели ММК

в млн долл., если не указано иное	3 кв. 2012	2 кв. 2012	изм.	9М 2012	9М 2011	изм.
Выручка	2 319	2 516	-8%	7 260	7 063	+3%
ЕБИТДА	398	369	+8%	1 060	1 133	-6%
Рентабельность по EBITDA	17,2%	14,7%	+2,5 п.п.	14,6%	16,0%	-1,4 п.п.
Чистая прибыль	82	-49	-	47	-58	-
Операционный поток	21	548	-26,1x	888	425	+2,1x
Инвестиционный поток, в т.ч.	-120	-119	+1%	-503	-1009	-2,0x
Капвложения	-156	-135	+16%	-521	-973	-46%
Финансовый поток	52	-349	-	-627	380	-

в млн долл., если не указано иное	30 сент. 2012	30 июня 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	3 869	3 681	+5%
Краткосрочный долг	1 706	1 263	+35%
Долгосрочный долг	2 163	2 418	-10%
Чистый долг	3 648	3 485	+5%
Чистый долг/EBITDA LTM*	2,89x	2,87x	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Ценовая конъюнктура снизила выручку

Слабая ценовая конъюнктура на мировых рынках стали обусловила снижение выручки ММК на 8% кв./кв. до 2,3 млрд долл. Доля продаж на локальном рынке осталась стабильно высокой - 78%. При этом компания продемонстрировала рост EBITDA на 8% кв./кв. благодаря падению цен на основные сырьевые ресурсы: денежная себестоимость сляба снизилась на 7% кв./кв. до 385 долл.

Рост рентабельности за счет падения цен на сырье и наращивания продаж угольного концентрата

Основной вклад в позитивную динамику EBITDA внес российский стальной сегмент - его рентабельность возросла на 7% кв./кв. до 400 млн долл. Также существенную поддержку рентабельности оказал угледобывающий сегмент - его показатель EBITDA вырос более чем в 5 раз до 27 млн долл. в связи с ростом объемов продаж концентрата коксующегося угля на 29% после завершения во 2 кв. ремонта лав. В результате рентабельность по EBITDA компании выросла на 2,5 п.п. до 17,2%.

В 4 кв. ожидается снижение рентабельности на 1-1,5 п.п. кв./кв.

По прогнозам менеджмента, в 4 кв. на объемы реализации окажет влияние некоторое сезонное замедление деловой активности. Цены же, по данным компании, находятся сейчас вблизи минимальных значений. Компания ожидает сокращения выручки в 4 кв. и снижения рентабельности по EBITDA на 1-1,5 п.п. относительно 3 кв. Некоторое восстановление рынка ММК, как и большинство металлургических компаний, ожидает не ранее 1 кв. 2013 г.

Также после отчетной даты компанией было принято решение остановить на 90 дней сталеплавильное производство в Турции, которое в 3 кв. оставалось убыточным на уровне EBITDA (-31 млн долл. в 3 кв. против -8 млн долл. во 2 кв.) в связи с высокими ценами на лом и низкими ценами на горячекатаный прокат. По данным компании, это позволит сократить убытки и будет способствовать выходу турецкого сегмента на безубыточность.

Свободный денежный поток компании в 3 кв. был отрицательным (-99 млн долл.) за счет инвестиций в оборотный капитал (237 млн долл.). По итогам 9М 2012 г. операционного

денежного потока было достаточно как для инвестиций, так и для погашения части долга.

Долг рос за счет укрепления рубля

Размер долга на балансе вырос на 188 млн долл. до 3,9 млрд долл. за счет укрепления рубля относительно доллара США. Его краткосрочная часть составила 44% (против 34% на конец 2 кв.), но после отчетной даты она несколько снизилась (до 40%), поскольку в ноябре компания погасила выпуск облигации БО-01 (158 млн долл.). Ранее менеджментом озвучивалось, что рефинансирование долга (основные погашения приходятся на ближайшие 2 года) планируется осуществлять за счет банковских кредитов и рублевых облигаций. В частности, в пятницу в премаркетинг вышел выпуск номиналом 5 млрд руб. Всего же биржевых облигаций компании зарегистрировано в объеме 35 млрд руб.

Рефинансирование краткосрочного долга на повестке дня

Отношение Чистый долг/LTM EBITDA в 3 кв. осталось практически неизменным - 2,9x. Соотношение Долг/EBITDA составило 3,06x, что оставляет небольшой запас по ковенанте 3,5x.

Капвложения на 2013г. не превысят уровень 2012 г.

Капитальные расходы запланированы в размере 700 млн долл. в 2012 г., и по итогам 9М 2012 г. план по CAPEX выполнен на 74%. Основными проектами в 2012 г. стали завершение строительства стана 2000, реконструкция стана 2500 и инвестпрограмма угольного сегмента. По информации менеджмента, инвестиции в 2013 г. не превысят объема 2012 г.

Первичное предложение выглядит агрессивно

Обращающиеся облигации эмитента неликвидны. Маркетингуемый выпуск ММК-18 номиналом 5 млрд руб. предлагает ориентир YTP 9,10-9,36% к 3-летней оферте, что соответствует спреду к кривой РФЗ в размере 230-250 б.п. Отметим, что близкие по дюрации облигации Евраз-2,4 котируются на уровне YTP 9,5% @ октября 2015 г. (=ОФЗ + 275 б.п.). Несмотря на позитивный результат за 3 кв. (который выглядят лучше, чем у уже отчитавшихся металлургов - Северстали, НЛМК), мы оцениваем предложенный ориентир слишком агрессивным в сравнении с кривой доходностей бумаг Евраза (кредитные метрики которого не уступают ММК).

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
Роснефть	

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-Тихоокеанский Банк	ВЭБ
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 Никель	Uranium One

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2
Мегафон	

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	МОЭСК

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

Темпы роста ВВП в 3 кв. опустились ниже 3%

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

Инфляция: сюрпризы октября

Валютный рынок

Сделка Роснефти по покупке ТНК-ВР не должна оказать существенного влияния на курс рубля до конца 1П 2013 г.

Монетарная политика ЦБ

Как мы и ожидали, ЦБ оставил ставки без изменений второй месяц подряд

Банковский сектор

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

Рынок облигаций

Минфин рассчитывает на нерезидентов

Промышленность

Промышленный энтузиазм на исходе

Внешняя торговля

Внешняя торговля: динамика импорта указывает на риски экономики

Ликвидность

РЕПО в корзине

ЦБ рассматривает возможность удлинения срока рефинансирования

Ликвидность: повторится ли новогодняя лихорадка?

Интервенции ЦБ

ЦБ готовится к худшему

Бюджет

Бюджет поддержит ликвидность в ноябре

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
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 инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко	(+7 495) 721 2845
----------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Леонид Берещанский		(+7 495) 721 9900 доб. 5482

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.