

6 апреля 2010

## Содержание

- **Пересмотр ВВП: все встало на свои места**
- **ММК: итоги 2009 года по МСФО**

Стр 1

Стр 2

### Пересмотр ВВП: все встало на свои места

В прошлую пятницу мы выразили свое первое впечатление по поводу данных Росстата по росту ВВП в 4кв.2009. Однако позднее агентство опубликовало более полную информацию и, в том числе, пересмотренные данные по росту ВВП в 2008 году. В связи с этим мы существенно изменили нашу оценку роста ВВП в 4кв.2009 года относительно третьего в сторону понижения.

Напомним, что на прошлой неделе Росстат опубликовал только показатели роста ВВП год к году. Поэтому пока оценить темпы роста квартал к кварталу можно только косвенным образом. Такая оценка очень чувствительна к динамике показателя в предыдущий год. Поэтому пересмотр Росстатом темпа роста ВВП в 4кв.2008 года с 1.2% уоу до 0% уоу привел к коренному изменению в сторону понижения нашей оценки темпа роста ВВП в 4кв.2009 относительно третьего: с 2.5% до 0.7%. Таким образом, рост ВВП в конце прошлого года замедлился до 3% в годовом исчислении, что в целом соответствует нашим первоначальным прогнозам, основанным на динамике месячных экономических показателей (см. наш обзор 28.01.2010).

Также мы изменили нашу оценку динамики составляющих ВВП в 4кв.2009. В этот период вклад в рост внесли чистый экспорт и инвестиции в основной капитал (в основном за счет всплеска в декабре). В то же время после бурного восстановительного роста начали снова падать запасы, а в потреблении домашних хозяйств наблюдалась стагнация (наша оценка от 2 апреля указывала на небольшой рост).

Таким образом, в 4кв.2009 года произошло резкое замедление роста российской экономики на фоне завершения восстановления запасов. В 1кв.2010 года эта тенденция продолжилась и с большой вероятностью темпы роста ВВП в этот период будут отрицательными. Мы отмечаем, что негативные процессы, происходящие в российской экономике, никаким образом не соотносятся с динамикой рынка облигаций, на котором продолжается сужение кредитных спредов и уже начали размещаться бумаги с низким кредитным качеством. По нашему мнению, ожидания инвесторов по поводу быстрого улучшения экономических условий в России являются неоправданно оптимистичными, и мы советуем более осмотрительно подходить к выбору эмитентов.

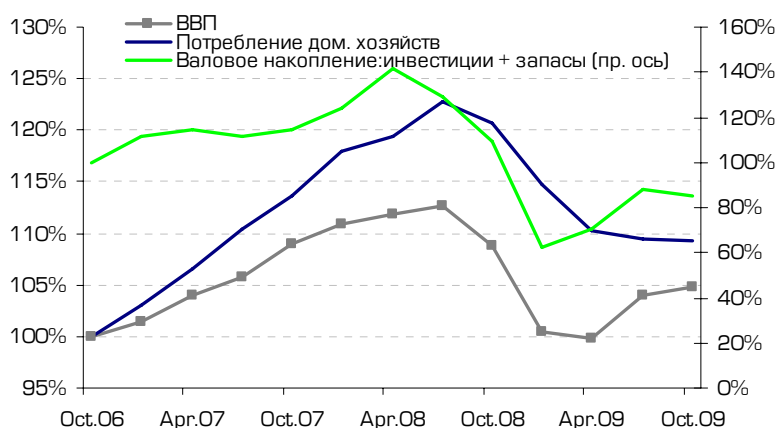
**Мы изменили нашу оценку роста ВВП в 4кв.2009 относительно третьего в сторону понижения: с 2.5% до 0.7%...**

**в связи с пересмотром Росстатом данных по росту ВВП в 2008 году**

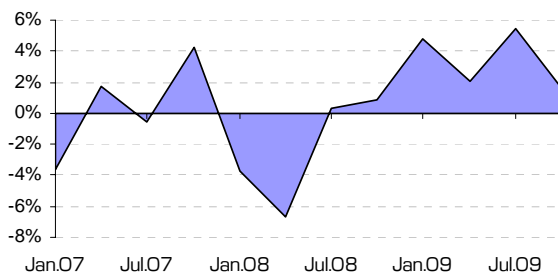
**Рост ВВП в 4кв.2009 существенно замедлился в связи с окончанием восстановления запасов**

**Негативные процессы в российской экономике не соотносятся с динамикой рынка облигаций. Мы считаем, что оптимистичные ожидания инвесторов не всегда оправданны**

#### Поквартальная динамика составляющих ВВП в реальном выражении с исключением сезонности (4кв.2006 = 100%)



## Вклад чистого экспорта в рост ВВП (в процентных пунктах)



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

## ММК: итоги 2009 года по МСФО

Вчера Магнитогорский Metallургический Комбинат (ММК) опубликовал аудированную отчетность по МСФО за 2009 год. Результаты компании вполне соответствуют нашим прогнозам, изложенным ранее. Из-за несколько меньшей степени вертикальной интеграции, чем у ближайших конкурентов, результаты ММК в 2010 году не будут демонстрировать столь впечатляющие темпы роста. Тем не менее, мы не сомневаемся в том, что финансовые показатели компании продолжают улучшаться и в 2010 году и придерживаемся мнения о достаточно высоком кредитном качестве ММК как эмитента облигаций. Мы ожидаем, что предстоящее размещение рублевых бумаг ММК БО-05 объемом 8 млрд рублей пройдет успешно.

## Финансовые результаты ММК по МСФО, US\$ млн

Год	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность ЕБИТДА	Валовый долг	Долг/ЕБИТДА	Чистый Долг / ЕБИТДА	Краткосрочный Долг / ЕБИТДА
2009	5 081	1 068	21.0%	2 139	2.0	1.8	0.8
1п2009	2 003	308	15.4%	1 652	2.7	1.7	1.5
2008	10 550	2 538	24.1%	1 760	0.7	0.3	0.5
2007	8 197	2 395	29.2%	1 398	0.6	0.5	0.5

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Результаты ММК за 4кв2009 года оказались в рамках ожиданий, и по итогам года компания показала достаточно высокую рентабельность по ЕБИТДА на уровне 21%. Объем валового долга также не превысил прогнозов, и долговая нагрузка компании на 31.12.2009 составила 2х Долг/ЕБИТДА. Компания провела существенную работу по удлинению дюрации своего кредитного портфеля и даже на фоне более чем двукратного снижения ЕБИТДА и консолидации долга приобретенной в 2009 году угольной компании Белон ее краткосрочные обязательства остаются полностью покрытыми денежными потоками от операционной деятельности. С кредитной точки зрения ММК показал наиболее сильные результаты среди отечественных металлургов в 2009 году.

Напомним, что в отличие от остальных российских металлургов ММК демонстрирует наименьшую степень вертикальной интеграции (обеспеченность собственной железной рудой – 30%, коксующимся углем – 50%). Этот факт исторически ограничивал рост рентабельности бизнеса ММК в периоды высоких цен на сырье, что с большой вероятностью произойдет и в 1п2010 года. Мы отмечаем, что данный факт во многом будет компенсирован как ростом отпускных цен на стальную продукцию и планируемым увеличением объемов производства в 2010 году на 30%, так и постепенным увеличением объемов добычи собственного угля.

Компания ожидает, что по результатам 1кв2010 года ее финансовые показатели окажутся несколько хуже, чем в 4кв2009 года. Тем не менее, даже с учетом существенного сокращения рентабельности, мы полагаем, что показатель Чистый Долг/ЕБИТДА приблизится к значению 1х уже по результатам 1кв2010 года. С учетом успешного рефинансирования краткосрочной части задолженности и осуществления капитальных затрат в полном объеме (US\$1.5 млрд), долговая нагрузка компании вполне вероятно останется в этих пределах и по результатам всего 2010 года.

Основываясь на весьма прочных позициях компании и благоприятной конъюнктуре рынка облигаций, мы считаем, что запланированный на четверг аукцион по размещению выпуска ММК БО-5 (купон 7.65%–7.85%, дюрация 2.73 года) пройдет весьма успешно. По нашему мнению, доходность нового выпуска ММК сложится на уровне 7.8%–7.9%, предлагающем незначительную премию к схожему по дюрации выпуску НЛМК БО-6.

**ММК опубликовал позитивные и вполне ожидаемые результаты по МСФО за 2009 год**

**Финансовые показатели ММК в 2009 году – наиболее сильные среди отечественных металлургов**

**Низкий уровень вертикальной интеграции будет оказывать давление на показатели ММК в 2010 году**

**Однако кредитные показатели все равно продолжат улучшаться...**

**... и мы полагаем, что размещение рублевого выпуска ММК пройдет успешно**

## ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес 119071, Ленинский пр т, д. 15А  
Телефон (+7 495) 721 9900  
Факс (+7 495) 721 9901

Константин Сорин konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru (+7 495) 981 2893  
Антон Плетенев anton.pletenev@raiffeisen.ru (+7 495) 221 9801

### Продажи

Наталья Пекшева sales@raiffeisen.ru (+7 495) 721 3609  
Андрей Бойко (+7 495) 775 5231  
Анастасия Евстигнеева (+7 495) 721 9971  
Антон Кеняйкин (+7 495) 721 9978

### Торговые операции

Александр Глебов aaglebov@raiffeisen.ru (+7 495) 981 2857  
Семен Гавриленко semen.gavrilenko@raiffeisen.ru (+7 495) 721 9974

### Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно банковских операций

Никита Патрахин npatrakhin@raiffeisen.ru (+7 495) 721 2834  
Выпуск облигаций  
Олег Гордиенко ogordienko@raiffeisen.ru (+7 495) 721 2845  
Олег Корнилов okornilov@raiffeisen.ru (+7 495) 721 2835  
Екатерина Михалевич emikhalevich@raiffeisen.ru (+7 495) 775 5297  
Дмитрий Румянцев droumiantsev@raiffeisen.ru (+7 495) 721 2817  
Анастасия Байкова abaikova@raiffeisen.ru (+7 495) 225 9114  
Татьяна Костина tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru (+7 495) 225 9184  
Тимур Файзуллин tfaizullin@raiffeisen.ru (+7 495) 721 9900

**Аналитика**

**Операции на рынке облигаций**

**Организация облигационных займов**

**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.