

## Пульс рынка

- ▶ **Позитив из США оказал лишь краткосрочный эффект.** Вчерашние макроданные по США оказались несколько лучше ожиданий: сентябрьское значение индекса ISM, отражающего состояние в обрабатывающем секторе, вышло на уровне 51,5, превывсив как показатель предыдущего месяца, так и ожидания рынка. Также выше 50 оказалось значение индекса PMI (измеряющего настроения в частном секторе экономики). Расходы на строительство за август снизились на 0,6% м./м. (в то время как ожидался их рост на 0,6%), главным образом, за счет падения строительства коммерческой недвижимости (на 1,7% м./м.), в то время как в сегменте жилой недвижимости продолжилось восстановление. Однако позитивный эффект этих данных на финансовые рынки оказался краткосрочным: индексы акций по итогам дня прибавили лишь 0,5%, 10-летние бонды UST остались на отметке YTM 1,62%. На рынке по-прежнему нет факторов для игры на рост рискованных активов. Не способствовала оптимизму оценка Moody's дополнительного капитала (70-105 млрд евро), который может понадобиться испанским банкам в случае стрессовой ситуации, что заметно выше официальных результатов стресс-теста Испании. Несмотря на отсутствие позитива на внешних рынках, суверенные евробонды РФ вновь поднялись в цене, обновив свои исторические максимумы.
- ▶ **Начало месяца обещает улучшение ситуации с ликвидностью и снижение ставок денежного рынка.** На этой неделе будет наблюдаться традиционный приток бюджетных средств в систему, что, как мы полагаем, позволит краткосрочным ставкам денежного рынка постепенно опуститься к 5%. Потребность в РЕПО с ЦБ временно ослабнет, что уже сопровождается снижением лимитов РЕПО со стороны ЦБ. В свою очередь, Казначейство РФ, которое проводит депозитные аукционы дважды в неделю (вторник, четверг) сегодня предложит банкам уже более короткие средства (на 1 месяц, под мин. 6,2%) и в меньшем объеме (25 млрд руб.), чем в налоговый период. Ставка по коротким депозитам выглядит уже менее привлекательно, поэтому большую популярность, как мы полагаем, пока будет иметь РЕПО с ЦБ. Мы ожидаем усиления спроса на ликвидность не раньше начала следующей недели, когда банки будут наращивать корсчета в преддверии нового периода усреднения для соблюдения нормативов обязательного резервирования.
- ▶ **X5 разместилась по нижней границе.** По итогам закрытия книги заявок по выпуску X5 БО-1 номиналом 5 млрд руб. ставка купона была установлена на уровне 9,5% годовых, что соответствует YTM 9,73% к погашению через 3 года. Отметим, что, несмотря на агрессивное размещение 3-летние БО-7 Магнита на вторичном рынке торгуются выше номинала (100,2%) с YTM 9,04%. Таким образом, бумаги X5 (B+/B2/-) были размещены с премией 70 б.п. к кривой Магнита (S&P: BB-) при разнице в кредитном рейтинге всего на 1 ступень.
- ▶ **Электроэнергетика не сбавляет активность на "первичке".** МРСК Центра (S&P: BB-) вышел в маркетинг с выпуском БО-1 номиналом 4 млрд руб., объявив ориентир в диапазоне YTM 9,2-9,73% к погашению через 3 года. Напомним, что недавно были размещены БО-1 МОЭСК (BB-/Ba2/-) номиналом 5 млрд руб. с YTM 9,0% к погашению через 3 года. Таким образом, ориентир предполагает премию к рынку на уровне 20-70 б.п. Как мы и ожидали, активность на первичном рынке в сегменте электроэнергетики в последнее время заметно возросла (в связи с высоким объемом планируемых капитальных вложений), что должно, по нашему мнению, транслироваться в премию.
- ▶ **НОВАТЭК вышел на "первичку" с премией.** Ориентир по 3-летним БО-2 НОВАТЭКа (BBB-/Ba3/BBB-) номиналом 10 млрд руб. был озвучен в диапазоне YTM 8,78-9,05%, что соответствует спреду к суверенной кривой в размере 160-180 б.п. В сравнении с 4-летними бумагами ФСК (BBB-/Ba2/-), которые недавно были размещены с YTP 8,8% (=ОФЗ + 140 б.п.), ориентир по выпуску НОВАТЭКа выглядит интересным. Учитывая то, что компании нефтегазового сектора довольно редко появляются на первичном рынке, мы ожидаем высокий спрос на бумаги НОВАТЭКа, при этом окончательная доходность может сложиться ниже объявленных ориентиров.

## Темы выпуска

- ▶ **Металлоинвест: подготовка к выкупу доли у ВТБ**

## Металлоинвест: подготовка к выкупу доли у ВТБ

**Результаты отразили  
общее ухудшение  
рыночной  
конъюнктуры**

Металлоинвест (BB-/Ba3/BB-), один из крупнейших мировых производителей железной руды и ГБЖ (горячебрикетированного железа), опубликовал финансовые результаты за 1П 2012 г. по МСФО, в которых нашло отражение общее ухудшение конъюнктуры на мировых рынках железной руды и стали. Выручка снизилась на 8% п./п., рентабельность по EBITDA - на 2,4 п.п. до 36,8%.

В 1П 2012 г. компания вложила денежные средства в дисконтные рублевые векселя, выпущенные ВТБ, с погашением в декабре 2012 г. на 2,5 млрд долл. Данные инвестиции, по-видимому, будут использоваться для обратного выкупа доли компании у ВТБ. В результате Чистый долг Металлоинвеста вырос существенно - на 38%, а его отношение к LTM EBITDA - с 1,1х на начало года до 1,7 на конец 1П 2012 г. На конец 2012 г., по оценкам компании, составит 2,0х-2,1х с учетом пересмотра в сторону понижения EBITDA из-за неблагоприятной ценовой конъюнктуры.

### Ключевые финансовые показатели Металлоинвеста

в млн долл., если не указано иное	1П 2012	2П 2011	изм.	1П 2011	изм.
Выручка	4 458	4 825	-8%	5 094	-12%
Валовая прибыль	2 355	2 655	-11%	2 778	-15%
Валовая рентабельность	52,8%	55,0%	-2,2 п.п.	54,5%	-1,7 п.п.
EBITDA	1 642	1 890	-13%	1 983	-17%
Рентабельность по EBITDA	36,8%	39,2%	-2,4 п.п.	38,9%	-2,1 п.п.
Чистая прибыль	1 312	457	+2,9х	975	+35%
Операционный поток	1 100	1 580	-30%	1 295	-15%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-2 622	-421	+6,2х	-2 612	0%
Капвложения*	-233	-243	-4%	-304	-23%
Финансовый поток	617	-260	-	1 566	-61%

  

в млн долл., если не указано иное	30 июня 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	6 378	5 598	+14%
Краткосрочный долг	1 406	1 117	+26%
Долгосрочный долг	4 972	4 481	+11%
Чистый долг	6 108	4 432	+38%
Чистый долг/EBITDA LTM**	1,7х	1,1х	-

\* Капвложения включают затраты на оценку и разведку Удоканского месторождения (отражаемые в отдельной статье)

\*\* EBITDA за предшествующие соответствующей дате 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Выручка снизилась  
из-за падения  
объемов и цен  
реализации**

На фоне ослабления общего спроса объемы отгрузки компании снизились п./п. практически во всех ключевых сегментах, кроме ГБЖ (с долей 10% в выручке): объемы металлопродукции, занимающей 41% в выручке - на 3,5%, окатышей (с долей 23%) - на 3%, железной руды (с долей 17%) - на 6,6%. При этом падение объемов не было столь значительным за счет поставок в РФ, в основном по новым контрактам с НЛМК и ММК (+28% п./п.).

**Падение цен  
продолжилось в 3  
кв.**

Из-за падения спроса цены реализации продолжили снижаться: в частности, спотовые цены на железную руду опустились в среднем на 11,3% относительно предыдущего полугодия и на 20,3% относительно 1П 2011 г. После отчетной даты спотовые цены на железную руду упали еще больше и сейчас составляют менее 110 долл./т против 141 долл./т в среднем за 1П. По ожиданиям компании, цены во 2П останутся в диапазоне 110-120 долл./т (ранее, в мае этого года, прогноз был на уровне 150 долл./т).

**Маржа EBITDA  
снизилась из-за  
падения цен на ЖРС**

Показатель EBITDA снижался опережающими выручку темпами, что было обусловлено в большей степени падением цен реализации железной руды, поскольку на сырьевой сегмент приходится до 82% EBITDA компании. За 1П 2012 г. рентабельность по EBITDA снизилась с 39,2% до 36,8%. Компания делает достаточно осторожные прогнозы на вторую половину года, предполагая, что EBITDA превысит 1 млрд долл.

Повышение чистой прибыли почти втрое до 1,3 млрд долл. было обусловлено преимущественно продажей Металлоинвесттранса за 569 млн долл.

- Рост инвестиций в связи с покупкой векселей ВТБ, что, скорее всего, связано с планами по выкупу доли у ВТБ**
- На финансирование капвложений в 1П 2012 г. компания направила 233 млн долл. (включая 23 млн долл. - расходы на оценку и разведку Удокана, выделенные в отдельную статью), что полностью покрывается операционными денежными потоками (1,1 млрд долл.). При этом существенный отток денежных средств по инвестиционной деятельности в отчетном периоде связан с покупкой векселей ВТБ на 2,5 млрд долл., что, по-видимому, связано с ближайшими планами по выкупу доли компании у ВТБ (ранее оцениваемой Металлоинвестом как раз в эту сумму - 2,5 млрд долл.). По словам Председателя Правления ВТБ, в планах банка реализация этой доли до конца ноября этого года. В результате покупки векселей накопленные денежные средства компании снизились с 1,17 млрд долл. до 270 млн долл. Отметим, что дополнительным источником ликвидности для Металлоинвеста может стать доля в Норильском Никеле, оцениваемая в 1,26 млрд долл.
- Сарех 2012-2013 гг. может быть профинансирован из операционного потока**
- Ключевыми инвестиционными проектами Металлоинвеста на ближайшие 3 года станут строительство фабрики окомкования №3 на Михайловском ГОКе и завода по выпуску ГБЖ на Лебединском ГОКе. В 2012 г. капзатраты запланированы на уровне 550 млн долл., а в 2013 г. ожидается их повышение до 700-800 млн долл. в связи с пиком финансирования строительства фабрики окомкования. Эти капвложения, по нашим оценкам, могут быть полностью профинансированы из операционного денежного потока компании.
- После отчетной даты компания рефинансировала долг с погашением до 2014 г.**
- На конец 1П 2012 г. совокупный долг вырос на 14% до 6,4 млрд долл. с краткосрочной частью на уровне 22%. В течение этого периода компания разместила 3 выпуска рублевых облигаций на 25 млрд руб. (~830 млн долл.), привлекла 28,9 млрд руб. (~930 млн долл.) по кредитам, досрочно погасив часть предэкспортного финансирования на сумму 700 млн долл. По информации менеджмента, после отчетной даты была привлечена кредитная линия Сбербанка в объеме 50 млрд руб. (~1,5 млрд долл.), средства которой были направлены на рефинансирование краткосрочного долга. В итоге компании осталось погасить лишь 100 млн долл. в 2013 г., в 2014 г. - 1,9 млрд долл., а основные погашения приходятся на 2015 г. - 3 млрд долл.
- Небольшой дисконт к кривой Евраза оправдан**
- Еврооблигации и рублевые бумаги эмитента котируются на кривой доходностей Евраза (B+/Ba3/BB-). Учитывая более сильные кредитные метрики Металлоинвеста (в частности, по рентабельности и долговой нагрузке), мы считаем, что бонды Металлоинвеста должны торговаться с некоторым дисконтом (10-15 б.п.) к кривой Евраза. Рублевые облигации эмитента предлагают YTP 9,3% @ март 2015 г., что соответствует, по нашему мнению, справедливому спреду к ОФЗ в размере 230 б.п.

## 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

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	ЧТПЗ
Норильский	Uranium One
Никель	

### Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

### Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

### Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

### Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

### Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

### Прочие

АФК Система
-------------

### Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
АИЖК	Банк Центр-инвест	КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
Альфа банк	ВТБ	ЛОКО-Банк	Сбербанк
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ВЭБ	МКБ	ТКС Банк
Банк Москвы	ЕАБР	НОМОС Банк	ХКФ Банк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	ОТП Банк	

## Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Макростатистика августа: не пора ли беспокоиться?

### Платежный баланс

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

### Инфляция

РФ: ожидаемый рост инфляции

### Валютный рынок

Курс рубля: фактор Роснефти

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ РФ вчера поднял депозитные и кредитные ставки на 25 б.п.

### Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

### Рынок облигаций

Облигации госбанков: осторожность в выборе не помешает

### Промышленность

Промпроизводство: иллюзия роста?

### Внешняя торговля

Внешняя торговля: без сюрпризов

### Ликвидность

Ликвидность: ЦБ в поисках новых инструментов рефинансирования

### Интервенции ЦБ

ЦБ готовится к худшему

### 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
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.