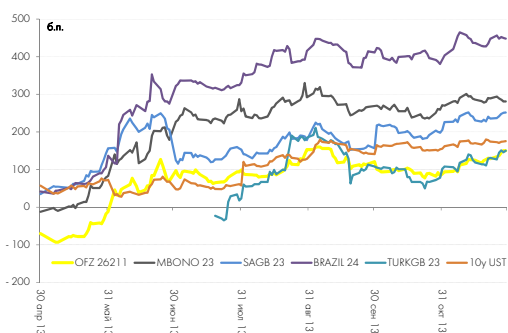


Пульс рынка

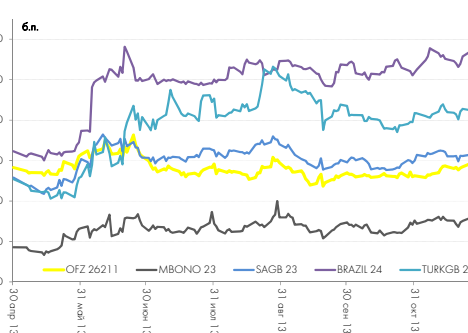
- Неплохие макроданные по Китаю сегодня поддержат финансовые рынки.** Предварительное значение индекса PMI, отражающего активность в промышленном секторе, в Китае за ноябрь оказалось чуть лучше ожиданий, что поддерживает позитивные настроения на азиатских рынках. Из публикуемой сегодня макростатистики по США интерес представляют индексы PMI и ISM.
- ОФЗ имеют минимальную доходность** в реальном выражении (за вычетом инфляции) в сравнении с госбумагами GEM. С начала этого года инвестиции в госбумаги GEM (в рамках стратегии buy & hold) оказались убыточными (или принесли незначительную прибыль) в условиях растущих ожиданий сворачивания QE. Рынок ОФЗ не стал исключением. 10-летние ОФЗ 26211 потеряли в цене 7 п.п., полностью "съев" НКД @ 7%, что, кстати говоря, полностью согласуется с нашими рекомендациями, данными в начале года (см. специальный отчет "ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон" от 23 января 2013 г.). Повышение номинальных доходностей на рынках GEM отражает динамику UST, при этом в некоторых случаях (например, Турция и Бразилия) также происходит и расширение G-спредов, что обусловлено различными уровнями потребительской инфляции. Так, доходность 10-летних облигаций Турции за вычетом инфляции является одной из самых низких среди других GEM. Стоит отметить, что реальные доходности госбумаг Турции и РФ являются минимальными не только среди GEM, но и в сравнении с США. По нашим оценкам, реальная доходность выпуска ОФЗ 26211 составляет 150 б.п., в то время как 10-летних бондов UST - 175 б.п. В этой связи вероятно продолжение коррекции рынка ОФЗ (в предположении сворачивания QE в ближайшее время). Фактором, который мог бы поддержать рынок ОФЗ, является возможное снижение ставок ЦБ РФ по валютным свопам.

Реальные доходности 10-летних госбумаг GEM и США



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

G-спреды 10-летних госбумаг



- Уточнение к Базель 3: не всякая санация приводит к loss-absorption.** В конце прошлой недели ЦБ РФ представил ряд уточнений к Положению № 395-П (Базель 3): 1) loss absorption будет "срабатывать" не при любых действиях АСВ в отношении банка, а только при тех, которые влекут за собой вливание в капитал банка со стороны государства; 2) отменено требование, по которому собственник банка при размещении "суборда" должен был предоставлять некие финансовые гарантии; 3) предельная процентная ставка по "субордам" в иностранной валюте установлена на уровне 15% годовых. Из этих уточнений наибольший интерес представляет условие loss absorption, которое не будет срабатывать в случае, если АСВ проводит какие-либо действия с банком (в том числе по предупреждению его банкротства), которые не предполагают прямого вливания в капитал. В частности, предоставление обычного кредита со стороны АСВ по ставке ниже рыночной и/или выкуп "плохих кредитов" не будет рассматриваться как условие для loss absorption (таким образом, например, спасение Банка Москвы, скорее всего, не привело бы к списанию его "суборда"). С точки зрения держателей "суборда" это уточнение позитивно, однако возникает неопределенность насчет того, каким образом проблемный банк будет санирован.

Темы выпуска

- ММК: впереди пик погашений**

ММК: впереди пик погашений

Слабые результаты за 3 кв. 2013 г.

ММК (-/Ba3/BB+) опубликовал слабые финансовые результаты по МСФО за 3 кв. 2013 г., которые отражают неблагоприятную конъюнктуру на рынках стали, а также сокращение объемов производства в связи с плановым ремонтом доменной печи №6 (что также обусловлено ухудшением конъюнктуры). Выручка упала на 13% кв./кв. при снижении средней цены реализации на 5% и объемов производства - на 7%. По данным компании, цены реализации на внутреннем рынке (85% отгрузок) сократились на 5% кв./кв. до 637 долл./т, экспортные цены - на 3% кв./кв. до 481 долл./т.

Снижение выручки из-за сокращения цен и объемов реализации

Цены оказали давление и на рентабельность, несмотря на сокращение cash cost

Показатель EBITDA снижался опережающими выручку темпами - на 20% кв./кв., рентабельность по этому показателю сократилась до 12,4% с 13,5%, несмотря на сокращение денежной себестоимости сляба на 6% до 363 долл./т. Причем данное улучшение, в первую очередь, связано с динамикой цен на основное сырье - ЖРС и коксующийся уголь. Позитивное влияние оказали результаты стального сегмента в Турции, где показатель EBITDA вырос с 4 до 5 млн долл., а по итогам 9М 2013 г. составил 11 млн долл. против убытка 57 млн долл. за 9М 2012 г.

Ключевые финансовые показатели ММК

В млн долл., если не указано иное	3 кв. 2013	2 кв. 2013	изм.	9М 2013	9М 2012	изм.
Выручка	1 877	2 161	-13%	6 321	7 260	-13%
Валовая прибыль	249	327	-24%	891	1 130	-21%
Валовая рентабельность	13,3%	15,1%	-1,8 п.п.	14,1%	15,6%	-1,5 п.п.
ЕБИТДА	233	291	-20%	780	1 060	-26%
Рентабельность по ЕБИТДА	12,4%	13,5%	-1,1 п.п.	12,3%	14,6%	-2,3 п.п.
Чистая прибыль/убыток	-138	-155	-11%	-274	47	-
Операционный поток	211	152	+39%	634	888	-29%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-101	-44	+2,3x	-149	-503	-70%
Капвложения	-130	-91	+43%	-352	-521	-32%
Финансовый поток	-67	-259	-74%	-597	-627	-5%
в млн долл., если не указано иное	30 сент. 2013			30 июня 2013		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	3 276			3 333		-2%
Краткосрочный долг	1 396			1 450		-4%
Долгосрочный долг	1 880			1 883		0%
Чистый долг	3 064			3 169		-3%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	2,85x			2,55x		-

*ЕБИТДА за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

В 4 кв. негативная тенденция продолжится

По оценкам менеджмента, объемы производства металлопродукции в РФ в 4 кв. 2013 г. останутся на уровне 3 кв. в связи с продолжающимся ремонтом доменной печи (запуск планируется в начале декабря), что с учетом ожидаемого сезонного сокращения спроса и отсутствия позитивных изменений рыночной конъюнктуры окажет давление на выручку. Также не поддержит рентабельность в 4 кв. и наблюдающийся рост мировых индексов на ЖРС.

Капвложения профинансированы из операционного потока

Операционный денежный поток в 3 кв. увеличился на 39% кв./кв. до 211 млн долл. за счет высвобождения средств из оборотного капитала в объеме 70 млн долл. (против инвестиций в него во 2 кв. на 89 млн долл.). При этом капвложения, возросшие на 43% кв./кв. до 130 млн долл. из-за ремонта печи, были полностью профинансированы из операционного денежного потока.

За 9М 2013 г. капзатраты составили 352 млн долл., что исходя из годового плана инвестиций в 500 млн долл., предполагает рост capex в 4 кв. до 148 млн долл. (также может быть профинансирован из операционного потока компании). В ходе телеконференции менеджмент озвучил, что в 2014 г. капвложения останутся на уровне этого года. При этом в случае улучшения ситуации на рынках стали инвестпрограмма может быть увеличена до первоначально утвержденной - 7 млрд долл. на 10 лет.

Рост долговой нагрузки до 2,85x

Хотя и меньшими темпами, но в 3 кв. компания продолжила сокращать долг (-2% за квартал), однако на фоне падения EBITDA долговая нагрузка выросла с 2,55x до 2,85x Чистый долг/EBITDA. В случае продолжения снижения прибыли компания может рассмотреть возможность продажи пакета акций в FMG (рыночная цена 690 млн долл. на 30 сент. 2013 г.).

В ближайший год - пик погашений, однако компания заявляет о доступности достаточных кредитных средств

Отметим, что на ближайшие 12 месяцев, следующих за отчетной датой, приходится пик погашений ММК - 1,4 млрд долл. (в течение второго года - 573 млн долл., третьего года - 772 млн долл.). Накопленные денежные средства составляют всего 212 млн долл. Однако, по данным менеджмента, компании доступны кредитные линии на 1,8 млрд долл., что снижает риски рефинансирования.

Облигации ММК неинтересны

Размещенные в конце августа облигации ММК-19 (УТР 8,3% @ июль 2016 г.) номиналом 5 млрд руб. котируются со спредом к кривой ОФЗ в размере 173 б.п., что является низким уровнем, учитывая относительно высокую долговую нагрузку компании. Лучшей им альтернативой в металлургическом сегменте являются выпуски Евраз, которые предлагают УТР 10,5% к оферте через 2-3 года.

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика октября: тлеющий рост

Промышленность: осенняя депрессия

ВВП ростом не вышел

Инфляция

Скачок цен не оставляет надежд на снижение ставок ЦБ

Валютный рынок

Валютные новшества регуляторов пока нейтральны для рубля

Рубль и валюты других стран GEM: есть разница

Монетарная политика ЦБ

Тихая революция монетарной политики?

Рынок облигаций

ОФЗ: лебедь, рак и щука

Перспективы рынка ОФЗ с нулевым налогом

Платежный баланс

Стагнация внешней торговли продолжается

Ликвидность

Ликвидность: выйдут ли ставки за рубеж?

Повышение коэффициента усреднения до 0,7 с 0,6 позитивно для ликвидности

Аукцион ЦБ: долгожданное лекарство, но не панацея

Бюджет

Инвестирование ФНБ: на кону 2,8 трлн руб.?

Трансферт в Резервный фонд: быть или не быть?

Казна прирастает доходами

Долговая политика

Минфин планирует ряд мер для повышения ликвидности рынка ОФЗ

Банковский сектор

Валютные метаморфозы: новый фактор спроса на госфондирование

Ограничение потребительских ставок с первого раза не прошло

Новые уточнения к Положению №395-П

Список покрываемых эмитентов

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

Нефтегазовая отрасль

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

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

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

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
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Антон Кенякин		(+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
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

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. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.