

Пульс рынка

- **Испания просит помощь для своей банковской системы.** В условиях неприемлемо высокой премии за риск, которая перекрыла Испании дорогу на публичные рынки капитала, стране не осталось ничего другого, как обратиться к общеевропейским фондам для докапитализации своих банков (для чего требуется, по различным оценкам, 40-90 млрд евро). Поскольку Испания является слишком большой экономикой, затягивание с решением ее проблем может привести к масштабному эффекту домино. Тем не менее, Германия подвергла резкой критике предложение (поддерживаемое, в том числе, Испанией) по использованию средств ESM для прямого вливания в капитал банков, поскольку это может снизить уровень бюджетной дисциплины. Германия настаивает на том, чтобы Испания запросила внешнюю помощь не для своих банков, а для правительства, что приведет к наложению обязательств по бюджетной экономии, как в греческом сценарии (что, по-видимому, неприемлемо для Испании). Складывается впечатление, что сейчас дискуссия между "центром" и периферийными странами еврозоны сводится к переходу от идеи фискального союза к идее формирования банковского союза (при котором надзор за банковской системой полностью передается ЕЦБ) с общей системой страхования вкладов. Банковский союз, хоть и в меньшей степени, чем фискальный, но также приведет к частичной потере суверенитета (и поэтому для некоторых стран может стать неприемлемым). Какой-либо определенности в отношении обостряющегося с каждым днем кризиса в еврозоне по-прежнему нет. Негатива добавили новости из Греции, которая может испытать масштабный товарный дефицит уже в сентябре этого года (80% всех потребительских товаров импортируется, в основном, за счет кредитных ресурсов, доступ к которым существенно ограничен). Индексы акций продолжают двигаться в рамках бокового тренда в ожидании появления намека ФРС на проведение мер количественного смягчения. Кроме того, есть надежда, что лидеры еврозоны все-таки смогут предложить финансовым рынкам очередную "успокоительную пилюлю".
- **Улучшение настроений на рублевом рынке не без участия ЦБ РФ.** Укрепление рубля на фоне нейтрального внешнего фона вчера продолжилось почти теми же темпами, что и днем ранее, когда действия ЦБ РФ привели к закрытию спекулятивных позиций против рубля. В результате за последние два дня корзина потеряла 60 копеек, снизившись до 36,64 руб. Стоит отметить один интересный нюанс: несмотря на укрепление рубля, объем интервенций ЦБ РФ вчера не сократился, составив те же 200 млн долл. (6,76 млрд руб.). Кроме валютного рынка позитивное влияние на цены рублевых облигаций оказал спад напряженности на денежном рынке. Средств в объеме 1 трлн руб., предложенных ЦБ РФ вчера на аукционах прямого РЕПО, оказалось достаточно: банки привлекли 720 млрд руб., при этом ставки междилерского о/п РЕПО снизились на 28 б.п. до 5,7% годовых. Желание некоторых участников закрыть короткие позиции по облигациям привело к некоторому росту их котировок.
- **Спроса на длинные бумаги по-прежнему нет.** Несмотря на отскок рубля и снижение ставок денежного рынка, высокий уровень неопределенности (внешний рынок в любой момент может преподнести неприятный сюрприз) не способствует спросу на бумаги длинной дюрации даже высокого кредитного качества. Индикатором спроса на среднесрочные бумаги станет результат сегодняшнего аукциона Минфина, который предложит 3-летний выпуск ОФЗ 25079 номиналом 10 млрд руб. (вместо планируемого выпуска 15-летнего выпуска ОФЗ 26207 номиналом 20 млрд руб.) с ориентиром YTM 7,55-7,65%. Принимая во внимание текущую конъюнктуру внешних рынков, а также отсутствие премии к рынку (последние сделки проходили на уровне YTM 7,71%), мы не рекомендуем участвовать в аукционе. Однако не исключаем, что некоторый спрос может быть сформирован управляющими пенсионными средствами.

Темы выпуска

- РМК: хорошие показатели на слабом рынке

PMK: хорошие показатели на слабом рынке

Краткосрочные риски рефинансирования остаются на низком уровне

Русская медная компания (PMK), третий по величине производитель меди в России, предоставила нам результаты своей финансовой деятельности по МСФО за 2011 г., которые мы оцениваем умеренно позитивно. Выручка компании во 2П 2011 г. снизилась на 6% п./п. до 902 млн долл., при этом рентабельность по EBITDA увеличилась на 0,9 п.п. до 21,4%. Чистый долг сократился как в абсолютном выражении (на 37 млн долл.) до 1 180 млн долл., так и в отношении к показателю LTM EBITDA с 3,4х до 3,0х. Краткосрочная часть долга занимает лишь 20%, что вкупе с наличием подушки ликвидности в виде денежных средств на балансе (117 млн долл.) и невыбранных кредитных линий (206 млн долл.) снижает риски рефинансирования. Кредитный профиль эмитента сохраняет запас прочности к снижению цен на медь (по нашим оценкам, на 15-25% от текущего уровня 7 350 долл./т).

Ключевые финансовые показатели PMK

В млн долл., если не указано иное	2П 2011	1П 2011	изм.	2011	2010	изм.
Выручка	902	964	-6%	1 866	1 461	+28%
Валовая прибыль	239	242	-1%	481	364	+32%
Валовая рентабельность	26,5%	25,1%	+1,4 п.п.	25,8%	24,9%	+0,9 п.п.
EBITDA	193	198	-2%	391	320	+22%
Рентабельность по EBITDA	21,4%	20,5%	+0,9 п.п.	21,0%	21,9%	-0,9 п.п.
Чистая прибыль	39	121	-3,1х	160	159	+1%
Чистая рентабельность	4,3%	12,5%	-8,2 п.п.	8,6%	10,9%	-2,3 п.п.
Операционный поток	126	138	-9%	264	98	+2,7х
Инвестиционный поток, в т.ч.	-149	-199	-25%	-349	-210	+66%
Капвложения	-205	-131	+56%	-336	-197	+71%
Финансовый поток	140	66	+2,1х	206	115	+79%

в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2011	30 июня 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	1 297	1 230	+5%
Краткосрочный долг	261	313	-17%
Долгосрочный долг	1 036	917	+13%
Чистый долг	1 180	1 217	-3%
Чистый долг/EBITDA LTM*	3,02х	3,36х	-

*EBITDA за предшествующие 12 месяцев

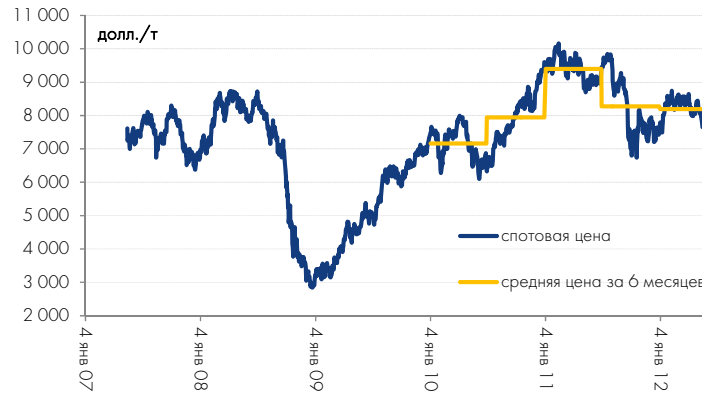
Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка снизилась более умеренными темпами в сравнении с ценами на медь

Во 2П 2011 г. снижение выручки оказалось умеренным в сравнении с падением цен на медь, которое, исходя из котировок фьючерсных контрактов на LME, составило 16% п./п. Это было обусловлено краткосрочным (на период 1-2 месяца) хеджированием продаж рафинированной меди.

В структуре продаж заметных изменений п./п. не произошло: порядка 86% всей выручки образуется за счет реализации медной продукции, а остальная часть приходится на драгоценные металлы (золото, серебро), которые являются сопутствующим продуктом при производстве меди.

Динамика цен на медь на LME



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

**Техническое
повышение
рентабельности**

Небольшое увеличение рентабельности на фоне негативной динамики цен на медь было обусловлено снижением затрат на закупаемое сырье. Отметим, что около 60% всей медной продукции производится из лома цветных металлов, закупаемого у Уральской Сырьевой Компании, являющейся не консолидируемым на балансе РМК СП с УГМК. Поскольку маржа за рафинирование лома для РМК фиксируется преимущественно в абсолютных величинах, снижение цен на лом привело к более быстрому сокращению стоимости сырья (-11%) в сравнении с выручкой от реализации медной продукции (-9%).

**Снижение потока от
операционной
деятельности было
частично
компенсировано
прочими статьями**

Операционный денежный поток до изменения в оборотном капитале в 2П 2011 г. сократился п./п. на 38% до 154,4 млн долл., при этом прибыль до уплаты налога сократилась более чем в два раза. Поступление средств из оборотного капитала составило 41,4 млн долл., в отличие от 1П 2011 г., когда инвестиции в него составили 34 млн долл. В итоге чистый денежный поток от операционной деятельности оказался лишь на 9% ниже, чем в 1П 2011 г., и составил 195 млн долл.

Инвестиции во 2П 2011 г. увеличились на 56% до 205 млн долл. Дополнительным источником финансирования, помимо операционного потока, стали средства, вырученные от продажи миноритарной доли в проекте освоения Михеевского месторождения. Увеличение денежных средств на 110 млн долл. произошло, главным образом, за счет привлечения нового долга, который пока не был использован.

Денежного потока от операционной деятельности (411,4 млн долл.) в 2011 г. оказалось недостаточно для уплаты чистых процентных платежей (90 млн долл.) и капитальных инвестиций (вместе с приобретением прав на разработку месторождений), которые составили 336 млн долл.

**Реализация
инвестпрограммы при
сохранении низких
цен на медь приведет
к увеличению долга**

Основная часть капитальных расходов, запланированных на 2012 г., приходится на разработку Михеевского месторождения (в объеме 248 млн долл. без НДС), которые в основном будут финансироваться за счет кредитных линий проектного финансирования, открытых в Газпромбанке, что, очевидно, приведет к росту долга. С другой стороны, у компании есть возможность перенести часть инвестиций до улучшения конъюнктуры.

**Отсутствие рейтинга
ограничивает ценовой
рост бумаг РМК**

Обращающиеся выпуски РМК Финанс-3 (УТР13,0% @ декабрь 2013 г.) и РМК Финанс-4 (УТР13,5% @ июль 2014 г.) имеют низкую ликвидность и, на наш взгляд, выглядят несколько недооцененными в сравнении с облигациями металлургического сектора. В частности, выпуски Мечел-15,16, БО-4 котируются на уровне УТМ 12-13%, при этом их эмитент имеет более высокую долговую нагрузку (Чистый долг/ЕБИТДА - 3,86х по итогам 2011 г.). В то же время отсутствие рейтинга у РМК (и, как следствие, отсутствие возможности для попадания в список РЕПО) является фактором, сдерживающим ценовой рост ее облигаций. Кроме того, текущая конъюнктура финансовых рынков неблагоприятна для покупок.

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

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа банк	ВТБ
Азиатско-	ВЭБ
Тихоокеанский Банк	
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	Uranium One
Никель	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

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

Макростатистика апреля: в чем подвох?

Платежный баланс

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

Инфляция

Инфляция: на низком старте

Валютный рынок

Мы пересматриваем прогнозы по платежному балансу и курсу рубля на 2012 г.

Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Промышленность

Промпроизводство продолжает сбавлять обороты

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Ликвидность из бюджета

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ в марте

Бюджет

Бюджет РФ: улучшения ситуации с ликвидностью пока не ждем

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
Павел Папин		(+7 495) 225 9184
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
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
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
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.