

Пульс рынка

- ▶ **S&P вмешалось в большую политику еврозоны...** Агентство поставило на пересмотр с возможностью понижения рейтинги Германии, Франции и еще 13 стран еврозоны. В качестве основания для этого действия приводятся сохраняющиеся разногласия между европейскими политиками в отношении антикризисного плана, ухудшение условий кредитования в Европе, рост долгов домохозяйств и правительств. В то же время агентство заявило, что рассчитывает завершить пересмотр рейтингов по результатам предстоящего на этой неделе саммита ЕС. По-видимому, неспособность утвердить в ходе саммита конкретные меры для преодоления европейского кризиса может послужить поводом для снижения рейтинга стран еврозоны, что подорвет доверие инвесторов к Европе и увеличит доходности суверенных бондов (которые успели снизиться на 50-100 б.п. со своих исторических максимумов). Поскольку Германия готова к обсуждению каких-либо форм количественного смягчения лишь после полного перехода контроля над бюджетной политикой стран еврозоны к наднациональному органу (на что остальные страны пока не дают согласия), появления определенного антикризисного плана, который мог бы успокоить финансовые рынки, в ближайшее время вряд ли стоит ожидать.
- ▶ **...что может нивелировать позитивный эффект от валютного свопа.** Открытие относительно дешевых долларовых свопов ФРС с ЕЦБ (в неограниченных объемах на продолжительный срок) предоставило европейским банкам возможность фондирования своих активов, номинированных в евро, за счет долларовой ликвидности (нивелировав риск контрагента), что снизило распродажи европейских банков на рынке суверенных бондов. Однако дальнейшее повышение системного кредитного риска в еврозоне (вследствие возможного понижения рейтингов) может вновь побудить банки к более активному сокращению позиций в европейских активах, что вернет доходности к максимальным значениям и ослабит евро (который вчера подешевел до 1,337 долл.).
- ▶ **Предложения на первичном рынке: интересные и не очень.** Сегодня начинается сбор заявок на облигации МДМ Банк БО-4 (B+/Ba2/BB) номиналом 5 млрд руб. с ориентиром YTM 9,2-9,72% к годовой оферте, что предполагает премию в размере 30 б.п. к размещаемым бумагам Альфа-Банка (с 1,5-годовой офертой), что выглядит справедливым, учитывая лучший набор кредитных рейтингов у последнего. Мы считаем участие в обоих выпусках интересным по верхней границе ориентиров. Вчера Юникредит банк (BBB/-/BBB+) начал сбор заявок по выпуску БО-1 номиналом 5 млрд руб. с ориентиром по ставке купона 8,75-9% годовых, что соответствует YTM 8,94-9,20% к 2-летней оферте и спреду 175-200 б.п. к кривой ОФЗ. Предложенный диапазон предполагает премию к близким по дюрации РСХБ-15 (YTM 8,85%) в размере 10-35 б.п. Стоит отметить, что озвученная доходность может оказаться недостаточной компенсацией за автономный кредитный риск. В последнее время также наблюдаются размещения на нерыночных условиях. В частности, по выпуску UraniumOne (Fitch: BB-) объемом 16,5 млрд руб. ставка купона была определена на уровне 9,75% годовых, что предполагает слишком низкую в сравнении с кредитным качеством эмитента премию к ОФЗ (не более 200 б.п.). Автодор разместил облигации в объеме 3 млрд руб. с госгарантией на номинал по верхней границе ориентира, предложив YTM 9,99% к погашению через 5 лет, что соответствует премии к ОФЗ на уровне 200 б.п., которая выглядела бы адекватной для бумаг с госгарантией, включенных в список РЕПО ЦБ (однако последний вопрос, насколько мы понимаем, находится только в стадии проработки).

Темы выпуска

- ▶ Инфляция: надежды оправдываются
 - ▶ ММК: сырье давит на рентабельность
-

Инфляция: надежды оправдываются

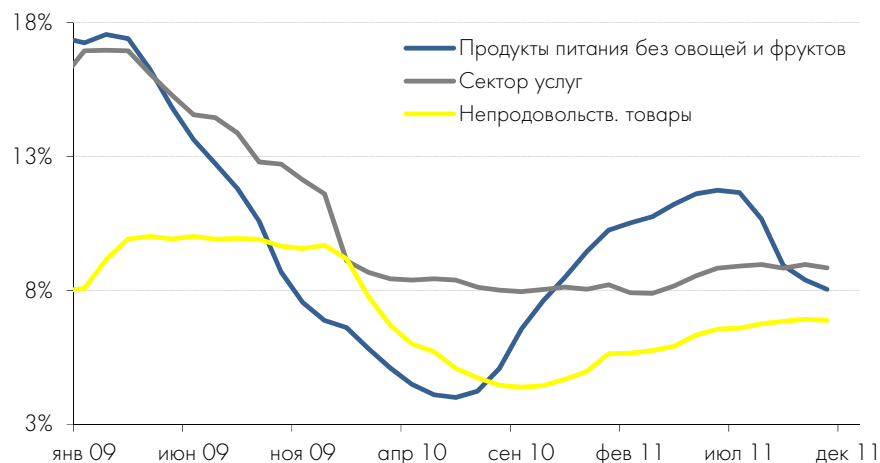
**Инфляция ноября
заметно ниже
ожидааний**

Инфляция в ноябре оказалась значительно ниже наших ожиданий, что объясняется замедлением непродовольственной инфляции при стабилизации темпов роста цен на продукты и услуги. В ежемесячном выражении инфляция составила лишь 0,4% м./м. против прогнозируемых нами 0,6% м./м. и 0,5% м./м. в октябре. Сравнение с высокой базой засушливого прошлого года позволило инфляции в годовом сопоставлении в ноябре сбавить обороты до 6,8% против 7,2% месяцем ранее, что полностью согласуется с нашим ориентиром по инфляции за весь 2011 г. в 6,7%. То же касается и базового показателя инфляции, сокращение которого до 6,9% помимо эффекта сравнения было обусловлено ослаблением удорожания непродуктовой компоненты.

**Инфляция товаров и
услуг
стабилизируется,
компенсируя
ускорение
продовольственной
компоненты**

Источником инфляционного давления в ноябре выступал продовольственный сегмент, ускорение роста цен в котором (с исключением подверженных сезонности цен фруктов и овощей) возобновилось. Среди непродовольственной группы в ноябре медленнее дорожали 8 из предоставленных в отчете 11 категорий, в числе которых доминируют потребительские товары. Недавнее ослабление рубля не в полной мере отразилось на ценах моющих и чистящих средств, медикаментов, табачных изделий и других преимущественно импортируемых товаров, удорожание которых замедлилось. В то же время более медленный рост цен на бензин может быть обусловлен увеличением его производства, и как следствие, предложения на рынке, что позволило исправить ситуацию с локальным дефицитом топлива. Однако в целом, непродовольственная инфляция не спешит сбавлять обороты, составляя 6,8% г./г. против 6,9% г./г. в октябре.

Темпы роста цен (год к году)



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

**Инфляция уложится в
официальный
прогноз 6,5-7%, что
позволит ЦБ
отложить возможное
снижение ставок до
1 кв. 2012 г.**

Мы ожидаем, что инфляция в декабре составит немногим больше ноябрьских 0,4%, поскольку динамика внутреннего спроса ограничивается негативным воздействием от снижения темпов роста заработных плат, увеличения безработицы и опасений относительно дальнейшего ослабления рубля. Поскольку текущая ценовая динамика позволяет инфляции по итогам 2011 г. уложиться в прогнозируемые властями 6,5-7%, несмотря на наблюдаемые признаки замедления роста экономики, мы ожидаем каких-либо мер в отношении действующих параметров монетарной политики со стороны Банка России не раньше 1 кв. 2012 г.

ММК: сырье давит на рентабельность

Рентабельность продолжает снижаться ММК (-/Ва3/ВВ+) опубликовал достаточно слабые финансовые результаты за 3 кв. и 9М 2011 г. по МСФО, которые отражают снижение спроса и, как следствие, цен на металлопродукцию на фоне стабильно высоких расходов компании на сырье: железную руду и коксующийся уголь (самообеспеченность сырьем составляет 50%). Долговая нагрузка (Чистый долг/ЕБИТДА) продолжает расти (на 30 сентября - 2,58х).

Ключевые финансовые показатели ММК

в млн долл., если не указано иное	3 кв. 2011	2 кв. 2011	изм.	3 кв. 2011	3 кв. 2010	изм.
Выручка	2 430	2 417	+1%	2 430	2 055	+18%
Валовая прибыль	407	446	-9%	407	431	-6%
Валовая рентабельность	16,7%	18,4%	-1,7 п.п.	16,7%	21,0%	-4,3 п.п.
ЕБИТДА	350	380	-8%	350	398	-12%
Рентабельность по ЕБИТДА	14,4%	15,7%	-1,3 п.п.	14,4%	19,4%	-5 п.п.
Чистая прибыль	-205	13	-	-205	43	-
Чистая рентабельность	отр.	0,5%	-	отр.	2,1%	-
				9М 2011	9М 2010	изм.
Операционный поток				425	760	
Инвестиционный поток				-1 009	-1 686	
Финансовый поток				380	1 240	
в млн долл., если не указано иное				30 сент. 2011	30 июня 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				4 391	4 134	+6%
Краткосрочный долг				1 512	1 535	-1%
Долгосрочный долг				2 879	2 599	+11%
Чистый долг				3 973	3 725	+7%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*				2,58х	2,35х	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка на уровне 2 кв. 2011 г. за счет наращивания объемов производства...

В 3 кв. 2011 г. рост объемов производства металлопродукции (на 10% кв./кв. до 2,8 млн т. на российской площадке, на 99% кв./кв. до 167 тыс т. на заводе в Турции) позволил компенсировать снижение средней цены реализации (-6% кв./кв.) и обеспечить сохранение выручки на уровне предыдущего квартала. Мы отмечаем ускорение роста выручки от продаж продукции с высокой добавленной стоимостью (+11% кв./кв.).

...которые снизятся в 4 кв. ввиду сезонности

В 4 кв. 2011 г. компания ожидает снижения объемов производства стали под воздействием сезонных факторов. Загрузка мощностей, по ее данным, составит 80%.

Снижение цен реализации и стабильно высокие цены на сырье снизили рентабельность

На фоне стабильно высоких цен на сырье ЕБИТДА кв./кв. сократилась на 8% (исключительно из-за результатов российского стального сегмента с 359 до 264 млн долл.), рентабельность по ЕБИТДА снизилась за 3 кв. до 14,4% с 15,7% (и с 21,0% годом ранее). При этом турецкое подразделение ММК Metalurji и угольный сегмент продемонстрировали положительную динамику (28 млн долл. прибыли против убытка -23 млн долл. и 62 млн долл. прибыли против 44 млн долл., соответственно).

В 3 кв. 2011 г. компания получила чистый убыток в размере 205 млн долл. из-за отрицательных курсовых разниц (252 млн долл.) и обесценения основных средств (12 млн долл.). При корректировке на эти статьи, чистая прибыль компании составила бы 59 млн долл., что соответствует аналогичному показателю за 2 кв. 2011 г.

За 9М 2011 г. операционного потока компании, превысившего 1 млрд долл., не было достаточно для финансирования инвестиционной деятельности (капвложений (973 млн долл.), оборотного капитала (365 млн долл.), покупки оставшейся доли (50% -1 акция) в турецком активе (475 млн долл.) и выплаты дивидендов (96 млн долл.)), что потребовало привлечения заемных средств (~900 млн долл.), а также использования накопленных на балансе денежных средств (200 млн долл.).

В 2012 г. капвложения снизятся до 800 млн долл.

В 2010 г. в рамках программы модернизации и расширения мощностей компанией были инвестированы рекордные 2,2 млрд долл. Исходя из планов капвложений компании на 2011 г. (1,1 млрд долл.), в 4 кв. они составят порядка 127 млн долл. В 2012 г., по прогнозам ММК, капвложения продолжат снижаться и составят 800 млн долл.

В ближайшие 2 года ММК предстоит погасить более половины долга

Совокупный долг компании с начала года вырос на 24% до 4,4 млрд долл., в 3 кв. изменение этого показателя (+6%) преимущественно связано с изменением валютного курса. Мы отмечаем, что в ближайшие 2 года компании предстоит погасить или рефинансировать более половины своего долга.

Ожидаем небольшого роста долговой нагрузки в связи с покупкой Flinders Mines

Покупку австралийского железорудного актива Flinders Mines в марте 2012 г. (за 554 млн австрал. долл./544 млн долл. по текущему курсу) планируется профинансировать частично из накопленных денежных средств (418 млн долл. на 30 сентября 2011 г.) и заемного капитала. Также менеджмент заявил, что для финансирования сделки компания не рассматривает продажу 4,997% доли ММК в Fortescue (третьем по величине австралийском производителе железной руды), рыночная стоимость которой оценивается в 750 млн долл. В результате сделки Общий Долг/ЕБИТДА ММК, по нашим оценкам, может превысить отметку 3,0х уже в 1 кв. 2011 г. При этом ковенанты ограничивают данный показатель на уровне 3,5х.

Основная доля капзатрат по Flinders Mines намечена на 2014 г., при этом строительство инфраструктуры пока не планируется

Предполагается, что покупка Flinders Mines решит вопрос с обеспеченностью ММК собственным железорудным сырьем в среднесрочной перспективе: общие запасы месторождений оцениваются в 917 млн т с содержанием в них железа 55,2%. По прогнозам компании, всего капвложения в проект составят порядка 1,25 млрд долл., из них 950 млн долл. будут инвестированы в 2014 г., при этом начать добычу планируется в конце 2014 г. Пока остается неясным вопрос с инфраструктурой проекта, поскольку в регионе проходит только одна железнодорожная ветка, принадлежащая компании Rio Tinto, строительство еще одной ветки к еще не построенному порту планируется осуществить к 2014 г. Организация собственной инфраструктуры пока не рассматривается компанией.

Компания прогнозирует стабильные цены на сталь и сырье в 2012г.

Согласно прогнозам ММК, возможно небольшое снижение цен на железорудное в 4 кв. 2011 г. при стабильном уровне цен на уголь и сталь. В 1П 2012 г. возможно некоторое восстановление спроса на металлопродукцию и рост ее потребления в России, что приведет к росту внутреннего рынка на 8-10% в следующем году.

Компания продолжит закупать железорудное сырье у своего основного поставщика ENRC, спор с которым был недавно урегулирован. ММК не прекращает разработку Приоскольского месторождения, однако пока рассматривает различные альтернативы ее оптимизации ввиду существенных капвложений (4 млрд долл.).

Обращающиеся бумаги ММК выглядят дорого

На рынке обращается 7 выпусков биржевых облигаций ММК на общую сумму свыше 40 млрд руб. Также у компании зарегистрировано еще 8 выпусков биржевых облигаций на общую сумму 40 млрд руб. На 14 декабря 2011 г. компанией назначено досрочное погашение ММК БО-02 (в решении о выпуске предусмотрен call-опцион в дату определения новой ставки купона) номиналом 10 млрд руб. Мы не исключаем, что, как и в случае с недавним размещением Башнефти, ММК вскоре может предложить инвесторам новые, более длинные облигации (погашение БО-2 было намечено на декабрь 2012 г.), учитывая потребности в рефинансировании краткосрочного долга. При этом, учитывая характер предыдущих размещений, премию ждать не стоит.

ММК уже не должен предлагать дисконт к Евразу

В обращающихся выпусках торговая ликвидность незначительна. Последние сделки по размещенным в июле 2011 г. БО-07 проходили на уровне $YTM \sim 9,20\% @$ июль 2014 г., что, наш взгляд, выглядит дорого. На наш взгляд, учитывая возросшую долговую нагрузку ММК, бумаги эмитента должны торговаться без дисконта к кривой доходностей Евраза, который сейчас составляет 100-150 б.п. (например, спред Евраз-1 - ММК БО-1 составляет 150 б.п.).

ЗАО «Райффайзенбанк»

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

Аналитика

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+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
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.