

Пульс рынка

- ▶ Отпраздновав день Колумба, США вновь не порадовали новостями. Сенат не одобрил план Б. Обамы по стимулированию рынка труда в размере 447 млрд долл., включающий сокращение подоходного налога и увеличение расходов на инфраструктурные проекты. Свои голоса против президентского плана отдали не только республиканцы, но и часть демократов. Проголосовавшие против плана ссылались на опыт 2009 г., когда на инфраструктурные работы было выделено 825 млрд долл., не оказавших заметного эффекта на рынок труда. Поддержку не встретило и предложение по введению налога на доходы лиц, получающих более 1 млн долл. в год, вместо которого, по мнению экспертов, следовало бы ввести налог на прирост капитала. Другой негативной новостью из США для банковского сектора стала публикация в ознакомительных целях правила Волкера (Volcker's rule), которое накладывает запрет на торговлю банков со своих собственных счетов, а также вводит ограничения на инвестиции в хедж-фонды и фонды прямых инвестиций. В случае принятия этого правила инвестиционная активность американских банков на рынке ценных бумаг сведется лишь к краткосрочной торговле с целью хеджирования клиентских транзакций и market-making. Из сегодняшних событий некоторого внимания заслуживает лишь публикация стенограммы с последнего заседания комитета ФРС США, а также выступления его представителей.
- ▶ В Европе продолжается сага о расширении EFSF. Парламент Словакии не ратифицировал это предложение. Как стало известно, небольшая словацкая партия, входящая в правящую коалицию, отсутствовала на голосовании, и это привело к недобору голосов. Тем не менее, ожидается, что до конца недели парламент Словакии примет законопроект по EFSF. Лидеры Германии и Франции в очередной раз пообещали выделить Греции помощь в размере 8 млрд евро, которая ей понадобится для исполнения обязательств в ноябре, однако, есть опасения, что указанной суммы может не хватить.
- ▶ Рынки акций завершили день небольшим снижением, при этом нефть Brent осталась на отметке 108 долл./барр., что позволило котировкам Russia30 подняться на уровень 114,5% от номинала и сократить премию по 5Y CDS к Бразилии до 100 б.п. Сегодня валютные торги открылись снижением стоимости бивалютной корзины ЦБ до 36,6 руб. Мы не ожидаем заметного укрепления рубля в ходе сегодняшних торгов, учитывая боковое движение на внешних рынках.
- ▶ Спрос на аукционе по размещению 3-месячных депозитов Минфина в объеме 115 млрд руб. превысил предложение более чем в два раза, при этом средневзвешенная ставка, как мы и ожидали, составила 7,22% годовых, что на 1 п.п. выше минимальной ставки аукциона. Столь высокий спрос на депозиты Минфина сопровождался ажиотажем на аукционе РЕПО с ЦБ, где участникам потребовалось больше средств, чем было предложено регулятором. При уходе курса рубля из зоны интенсивных продаж валюты ЦБ и отсутствии налоговых платежей столь высокий спрос на рублевую ликвидность выглядит странным (подробнее см. в теме "Аномально высокий спрос на ликвидность").
- ▶ Вчера ЦБ опубликовал данные по внешней торговле за август 2011 г. Следуя за высокими ценами на нефть, экспорт увеличился до 44,6 млрд долл., ускорившись до 40,1% г./г., в то время как импорт составил 29,9 млрд долл., сбавив обороты до 25,6% г./г. (против 30,6%), не без влияния ослабления рубля. В совокупности это позволило профициту торгового баланса остаться на уровне 14,6 млрд долл., достаточном для обеспечения крепких позиций курса рубля по текущему счету.

Темы выпуска

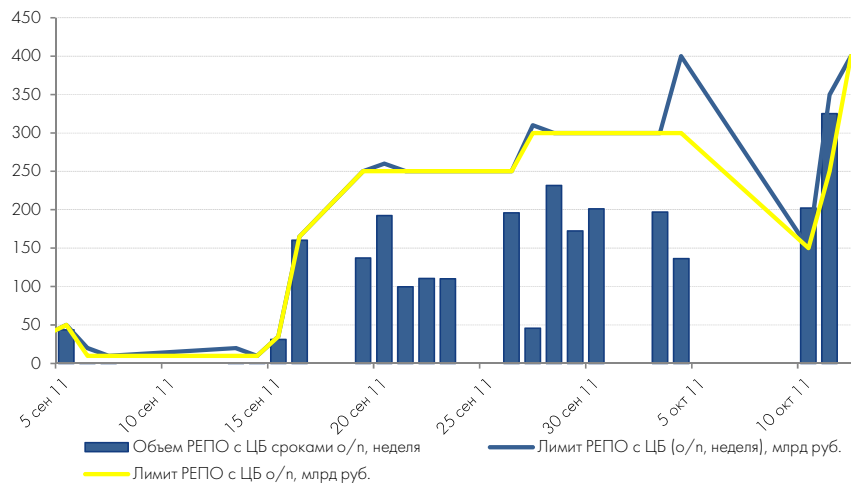
- ▶ **Аномально высокий спрос на ликвидность**
 - ▶ **Мечел: металлургия подвела, рост долговой нагрузки не исключен**
-

Аномально высокий спрос на ликвидность

Вчера спрос на РЕПО с ЦБ достиг 325 млрд руб. - максимума с января 2009 г.

Возникшая вчера напряженность на денежном рынке привела к рекордному росту заимствований банков через прямое РЕПО с ЦБ. Его объем превысил 320 млрд руб. - максимум с января 2009 г., и это притом, что еще несколько месяцев назад привычные объемы задолженности по данному инструменту ограничивались несколькими миллиардами рублей. Хотя всплеск спроса на РЕПО с ЦБ в этом году мы наблюдаем не впервые (отдельные очаги имели место весной), сумма задолженности по однодневным и недельным РЕПО с ЦБ прочно укрепилась на уровне 100-200 млрд руб. только с августа, а сейчас и вовсе подошла к 330 млрд руб.

Динамика однодневного и недельного РЕПО с ЦБ, млрд руб.



Источник: ЦБ, расчеты Райффайзенбанка

Резкий спрос на РЕПО с ЦБ нельзя объяснить исключительно фундаментальными факторами

Несмотря на наличие определенных затруднений в циркуляции ликвидности по системе, объяснять зафиксированный вчера скачок сделок РЕПО с ЦБ исключительно фундаментальными причинами было бы некорректно. Пополняющийся запас средств на корсчетах в ЦБ в последние дни восстановился почти до 985 млрд руб., из которых около 90% аккумулировано на корсчетах, что является достаточным уровнем ликвидности системы. До начала налогового периода остается еще неделя, а депозиты Минфина, погашающиеся сегодня, успешно пролонгированы.

Спрос на РЕПО с ЦБ мог возникнуть под усреднение ФОР

Безусловно, к техническим причинам, подстегивающим спрос на РЕПО с ЦБ, мы можем отнести начало нового периода усреднения обязательных резервов (ФОР), с наступлением которого банки традиционно наращивают корсчета, опасаясь "вымывания" ликвидности с налогами в конце месяца.

Высокие остатки на депозитах в ЦБ могут объясняться присутствием средств государственной управляющей компании

Очевидно, что проблема заключается в перераспределении средств от банков-поставщиков ликвидности к банкам-реципиентам, причем не все "осевшие" на счетах в ЦБ средства потенциально принимают участие в обращении.

К примеру, высокие остатки на депозитах в ЦБ мы склонны объяснять присутствием средств государственной управляющей компании. Согласно официальному сообщению 26 сентября, сумма переданных ПФР страховых взносов в доверительное управление ВЭБу составила 132,6 млрд руб. Поскольку за это время государственная управляющая компания не проводила депозитных аукционов, на рынке облигаций не было новых размещений, а на вторичном рынке было сложно потратить полностью столь крупную сумму, то, по нашим оценкам, не менее 100 млрд руб. из них может храниться на депозитах в ЦБ.

Разворот динамики курса рубля в сторону укрепления приводит к "перестановке сил" в валютных позициях. Но спрос на рублевое фондирование не снижается, а лишь перераспределяется к другим участникам рынка, для удовлетворения которого лимитов на МБК и валютных свопов может быть недостаточно.

К тому же, мы не исключаем, что на этой неделе банки привлекали крупные объемы средств через РЕПО с ЦБ для покрытия краткосрочных разрывов ликвидности, вызванных расчетами по крупным сделкам клиентов.

Динамика остатков на корсчетах в ЦБ, млрд руб.



Источник: ЦБ, расчеты Райффайзенбанка

Мы полагаем, что к столь резкому росту спроса на РЕПО с ЦБ приводит сочетание всех вышеперечисленных факторов. Поскольку указанные причины резкого спроса на ликвидность едва ли утратят актуальность, в ближайшей перспективе создаются дополнительные предпосылки для формирования устойчивого и высокого спроса на инструменты фондирования регулятора (см. ежедневный обзор от 6 октября).

Мечел: металлургия подвела, рост долговой нагрузки не исключен

Мечел (-/B1/-), одна из ведущих российских горнодобывающих и металлургических компаний, опубликовала относительно слабые консолидированные финансовые результаты по US GAAP за 2 кв. и 1П 2011г. Мы отмечаем ухудшение показателей металлургического подразделения. Опережающий рост себестоимости во 2 кв. 2011 г. привел к снижению валовой рентабельности и еще большему падению рентабельности по EBITDA как относительно предыдущего квартала, так и аналогичного периода прошлого года. Долговая нагрузка (Чистый долг/EBITDA), по нашим оценкам, с учетом обязательств по финансовому лизингу осталась на прежнем, достаточно высоком, уровне 3,57х.

Ключевые финансовые показатели Мечела

в млн долл., если не указано иное	2кв. 2011	1кв. 2011	изм.	2 кв. 2011	2 кв. 2010	изм.
Выручка	3 472	2 934	+18%	3 472	2 431	+43%
Валовая прибыль	1 185	1 021	+16%	1 185	927	+28%
Валовая рентабельность	34,1%	34,8%	-0,7 п.п.	34,1%	38,1%	-4 п.п.
EBITDA	612	567	+8%	612	529	+16%
Рентабельность по EBITDA	17,6%	19,3%	-1,7 п.п.	17,6%	21,8%	-4,2 п.п.
Чистая прибыль	210	338	-38%	210	38	+5,5x
Чистая рентабельность	6,0%	11,5%	-5,5 п.п.	6,0%	1,6%	+4,4 п.п.
		1П 2011		1П 2010		изм.
Операционный поток		-34		-256		-7,5x
Инвестиционный поток		-808		-506		+60%
Финансовый поток		826		608		+36%

в млн долл., если не указано иное	30 июня 2011	31 дек. 2010	изм.
Совокупный долг*, в т.ч.	8 919	7 498	+19%
Краткосрочный долг	2 146	2 127	+1%
Долгосрочный долг	6 773	5 371	+26%
Чистый долг	8 563	7 157	+20%
Чистый долг/LTM EBITDA**	3,57x	3,57x	-

* С учетом обязательств по финансовому лизингу

** EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Хорошая динамика горнодобывающего сегмента частично связана с восстановлением Якутугля

Во 2 кв. 2011 г. горнодобывающий сегмент продемонстрировал улучшение в сравнении с 1 кв. 2011 г. по всем основным показателям, как операционным, так и финансовым. Увеличение объемов добычи угля на 9% за счет восстановления после аварии в начале года на Якутугле и благоприятная ценовая конъюнктура (цены на коксующийся уголь выросли в среднем на 26%) привели к росту выручки сегмента на 33% кв./кв., EBITDA - на 55% кв./кв. и рентабельности по EBITDA - с 33% в 1 кв. 2011 г. до 40,4% во 2 кв. 2011 г.

В металлургическом сегменте падение рентабельности обусловлено опережающим ростом цен на сырье

В то же время, в металлургическом сегменте из-за планового ремонта доменной печи №5 на Челябинском металлургическом комбинате произошло сокращение выплавки стали на 11% кв./кв. и производства чугуна на 19% кв./кв. Рост цен на конечную металлопродукцию отставал от динамики цен на сырье (лом, железную руду, уголь). В результате снижение EBITDA сегмента составило 56% кв./кв., а рентабельности по EBITDA - с 8% до 3% кв./кв.

В итоге во 2 кв. 2011 г. совокупная выручка компании выросла на 18% кв./кв., EBITDA - на 8% кв./кв., а рентабельность по EBITDA снизилась почти на 2 п.п. кв./кв. и более чем на 4 п.п. г./г. По итогам квартала вклад металлургического и горнодобывающего сегментов в консолидированную выручку Мечела составил 60% и 30%, соответственно, в EBITDA - 10% и 86%, соответственно.

На 2011 г. запланирована рекордная программа инвестиций

На 2011 г. компанией была запланирована рекордная программа инвестиций в размере 2,3 млрд долл., которая на текущий момент скорректирована до 1,8 млрд долл. В 1П 2011 г. на инвестиционные цели было израсходовано ~770 млн долл., преимущественно включавших вложения в основной проект компании - разработку Эльгинского угольного месторождения. Первые нецелевые отгрузки окисленного угля с него начались в августе 2011 г. Во 2П 2011 г. компанией запланировано направить еще около 1 млрд долл. в этот проект (монтаж мостовых конструкций), а также в строительство универсального рельсобалочного стана на ЧМК.

Мы отмечаем, что в связи с существенными инвестициями в оборотный капитал, чистый операционный денежный поток компании был отрицательным, с учетом значительных инвестиционных вложений это потребовало привлечения нового долга. По нашим оценкам, потребности в оборотном капитале во 2П 2011 г. снизятся, что позволит профинансировать запланированные инвестиции в значительной мере из операционных потоков. Однако не исключено, что потребуются привлечение нового долга.

В 1П 2011 г. долг вырос до 8,9 млрд долл.

В 1П 2011 г. долг компании вырос на 19% до 8,9 млрд долл. При этом на 2012 г. запланирована наибольшая часть выплат - 2,9 млрд долл., а до конца этого года компании необходимо погасить 746 млн долл. По оценкам компании, подушка ликвидности превышает 1,7 млрд долл., в т.ч. ~356 млн долл. денежных средств, остальное - невыбранные лимиты по кредитным линиям.

Ковенанта Чистый долг/EBITDA пересмотрена до 3,5x

Долговая нагрузка (Чистый долг/LTM EBITDA) компании за 1П 2011 г. осталась на прежнем, достаточно высоком, уровне 3,57x. По условиям ряда кредитных соглашений ковенанта по соотношению Чистый долг/EBITDA (без учета финансового лизинга) была установлена на уровне 3,0x на 2011 г. На конец 1П 2011 г. это соотношение превысило указанное значение и составило 3,42x. Однако, по заявлениям компании, ковенанта была пересмотрена и в настоящий момент составляет 3,5x, что не повлекло за собой увеличения процентных ставок, каких-либо дополнительных затрат или издержек.

Тем не менее, в ухудшающихся экономических условиях существенный объем запланированных инвестиции на 2011 г. при снижении годового плана по добыче угля с 31 млн т до 28 млн т в

связи с приостановкой работы 2 крупных шахт из-за самонагревания угля, могут привести к дальнейшему повышению долговой нагрузки и нарушению уже новой ковенанты 3,5х. Дополнительное давление может оказать озвученное менеджментом планируемое приобретение Донецкого электрометаллургического завода за 536 млн долл.

До 25% совокупного долга составляют рублевые облигации (13 выпусков по 5 млрд руб.). Относительная торговая ликвидность присутствует в коротких и среднесрочных выпусках Мечела, однако бумаги практически не содержат премии к Евразу, что, на наш взгляд, не отражает разницу в кредитном профиле компаний. Поэтому мы не рекомендуем бумаги Мечела к покупке.

Стоит отметить, что у компании зарегистрировано еще 12 выпусков биржевых облигаций на общую сумму 35 млрд руб. В случае улучшения рыночных условий мы не исключаем, что Мечел может использовать эту возможность финансирования.

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
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
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.