

Пульс рынка

- ▶ **Апрель "переключил" рынки в режим sell-off.** Медвежий настрой на финансовых рынках вчера заметно усилился (американские индексы акций обесценились на 2,5%, доходности 10-летних UST просели ниже YTM 1,7%), при этом катализатором более активных продаж стали взрывы в Бостоне. Не способствовали повышению аппетита к риску и слабые данные по ВВП Китая, опубликованные накануне, которые свидетельствуют о проявлении влияния рецессии в еврозоне на экономику Азии. Очередная порция макростатистики по США развеяла надежду на то, что сектор недвижимости достаточно окреп (в результате "терапии" QE), чтобы несколько компенсировать негативный эффект от бюджетного секвестра. Значение индекса по рынку жилья в марте (42) оказалось заметно хуже ожиданий (45), на минимальном уровне с октября прошлого года. На снижение этого индекса повлияло сокращение объема продаж, в том числе, по причине жестких условий кредитования. Стоит упомянуть и технический фактор. В апреле-мае на финансовых рынках появляется каждый год разный, но всегда в целом негативный набор факторов, который заставляет рынки демонстрировать сильную коррекцию. Судя по всему, этот год не станет исключением.
- ▶ **Инвесторы перестают верить в инфляцию, несмотря на QE.** Данные по американскому сектору жилья позволяют сделать еще один важный вывод: кризис 2008-2009 гг. привел к структурным и, скорее всего, необратимым изменениям, которые теперь не позволяют транслировать дешевую ликвидность с финансового рынка в реальный сектор экономики. Именно по этой причине программы QE, действующие в США уже 4 года (с декабря 2008 г.), так и не привели к повышению потребительской инфляции (которая составила 2% г./г. в марте). Возможно, именно из-за отсутствия инфляционных рисков цены на золото (а также ряд других драгоценных металлов) так резко отреагировали на возможную продажу золотых запасов ЦБ Кипра. В этой связи нефть, являющаяся главной переменной рынка РФ, может продолжить коррекцию. Пока же суверенные бонды РФ "смотрят" лишь на базовые активы, оставаясь вблизи своих локальных максимумов, чего, однако, не скажешь о рубле и рынке ОФЗ: корзина подорожала более чем на 50 копеек, доходность 15-летних бумаг 26207 выросла на 24 б.п. до YTM 7,22% за последние 2 торговых дня.
- ▶ **Промышленность приросла нефтепродуктами, металлами и... мостовыми кранами.** Согласно опубликованным вчера данным Росстата, промышленность в марте выросла на 2,6% г./г. после падения в течение двух месяцев подряд (на 0,8% в январе и на 2,1% в феврале). Это значительно выше наших ожиданий (0,3% роста) и консенсуса, и одним эффектом низкой базы прошлого марта, на наш взгляд, такое улучшение не объяснить. Почти 2 п.п. из этого роста пришлось на обрабатывающую отрасль, ускорение темпов выпуска которой (+3,4% после -0,1% г./г.) стало главной причиной таких неожиданно хороших результатов. Тогда как в энергетике после нетипичного падения в феврале (-10%), рост составил скромные 1,1%. Умеренным он оказался и в добыче - только 0,6% (против падения на 2,2% в феврале). Из-за существенной доли в общем индексе наибольшее значение для ускорения роста выпуска оказало улучшение показателей производства нефтепродуктов (бензина, дизтоплива), металлов и сырья (падение ослабло в выпуске проката стали, кокса, и сменилось ростом в выпуске стальных труб). При этом немаловажную роль сыграла цикличность выпуска машин, оборудования и транспортных средств - разовый ввод в эксплуатацию после длительного производства мостовых кранов и троллейбусов привел к их росту на 15,9% (против падения на 18,9% месяцем ранее) и в 2,4 раза (против падения на 42%), соответственно. В целом, новые данные, хотя и не опровергают негативные экономические тенденции двух первых месяцев, позволяют немного смягчить опасения относительно дальнейших перспектив экономического роста. Тем не менее, учитывая, что экономический рост остается очень слабым, новая статистика не отменяет наших ожиданий относительно снижения ключевых ставок Центробанком уже в мае. Определяющую роль в решении по ставкам для ЦБ будут играть данные по потреблению и инвестициям, которые ожидаются на этой неделе.

Темы выпуска

- ▶ БРС: не за горами выпуск суборда по новым правилам
- ▶ Башнефть: стабильность - признак мастерства
- ▶ Совкомфлот: сезон отложен на 1-й квартал
- ▶ Мечел: худшее позади?

БРС: не за горами выпуск суборда по новым правилам

Банк Русский Стандарт (В+/Ва3/В+) опубликовал финансовые результаты за 2П 2012 г. по МСФО, которые произвели на нас смешанное впечатление. Банк по-прежнему сохраняет высокие темпы роста розничного кредитования, опережающие динамику этого сегмента в целом по банковской системе (+39% и +17,7%, соответственно), однако, заметно отстающие от показателя ХКФБ (+61%). Менеджмент планирует увеличить кредитный портфель в 2013 г. на 40%, в основном, за счет кредитных карт и кредитов наличными.

Готовится размещение субординированных облигаций

По итогам 2012 г. выплата дивидендов не предусмотрена, что, по нашему мнению, обусловлено невысоким запасом капитала: достаточность капитала 1-го уровня составила 10,2% (общая достаточность - 15,5%, что на 1,9 п.п. ниже, чем в 1П 2012 г.). Среди частных розничных банков (например, ХКФ и ТКС) БРС имеет невысокий запас капитала в преддверии предстоящего повышения коэффициентов риска по необеспеченным розничным кредитам, которое, по нашим оценкам, может привести к снижению достаточности капитала банка на 3-4 п.п. (при прочих равных) и заметно ограничить его кредитную активность.

В марте 2013 г. была завершена допэмиссия акций. При этом банк досрочно погасил субординированный кредит от акционера (в объеме 5 млрд руб.), эти средства и были потрачены на допэмиссию. Таким образом, банк расширил возможности по размещению новых "субордов", поскольку субординированный долг снизится до 26% от капитала 1-го уровня. Менеджмент объявил о готовящемся выпуске субординированных облигаций, удовлетворяющих всем требованиям Положения 395-П (Базель 3).

Ключевые финансовые показатели БРС

В млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2012	30 июня 2012	изм.
Активы, в т.ч.	295 086	222 777	+32%
Кредиты клиентам до резервов, в т.ч.:	208 166	152 217	+37%
розничные	197 267	142 284	+39%
корпоративные	10 899	9 933	+10%
Кредитный портфель (нетто)	190 073	140 790	+35%
NPL /Кредитный портфель по физ. лицам	3,1%	1,9%	+1,2 п.п.
Выпущенные долговые бумаги*	36 778	20 558	+79%
Средства клиентов	170 457	133 836	+27%
Собственный капитал	29 533	26 042	+9%
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	15,5%	17,4%	-1,9 п.п.
ROA	2,7%	3,0%	-0,3 п.п.
ROE	23,3%	23,1%	+0,2 п.п.
Чистая процентная маржа	19,3%	18,7%	+0,6 п.п.
В млн руб., если не указано иное	2П 2012	1П 2012	изм.
Чистый процентный доход до резервов	20 596	15 296	+35%
Чистый комиссионный доход	517	634	-18%
Прибыль до налогообложения	4 695	3 839	+22%
Чистая прибыль	3 213	3 071	+5%

*без учета субординированного долга

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Не самые быстрые для 2П 2012 г. темпы роста среди розничных банков

По-прежнему сильную динамику демонстрировали два ключевых сегмента: кредиты наличными (+55% за 2П 2012 г. до 57 млрд руб.) и кредитные карты (+34% до 108 млрд руб.). По оценкам менеджмента, банк перестал терять долю рынка кредитных карт, которая на конец года составила 16%. После стагнации в начале года БРС заметно нарастил POS-кредитование: его объем увеличился на 35% до 30,2 млрд руб. Банк планирует в 2013 г. увеличить объем "карточных кредитов" на 50%, кредитов наличными - на 35% и POS-кредитование - всего на 12%.

Повышение NPL 90+ несмотря на высокие списания

По нашим оценкам, показатель NPL 90+ по розничным кредитам во 2П заметно возрос с 2,7 млрд руб. до 6,1 млрд руб. (~3,1% портфеля), при этом во 2П было списано плохих кредитов на сумму 3,4 млрд руб. Отметим, что в рознице отношение NPL 90+ в сумме с объемом списанных кредитов к кредитному портфелю увеличилось с 3,9% в 1П 2012 г. до 4,8%. В целом по портфелю (вместе с корпоративным сегментом) показатель NPL 90+ составил 5,3%, что является невысоким значением в сравнении с чистой процентной маржой (19,3%) и уровнем резервов (на 166% покрывают NPL 90+). В то же время, судя по динамике NPL 30-90, мы не видим признаков улучшения качества кредитов.

Избыточная ликвидность

Мы отмечаем, что во 2П прирост кредитования (+49 млрд руб.) опередил приток средств клиентов (+37 млрд руб.), при этом за счет размещения облигаций (включая "суборды") было привлечено 21 млрд руб. Избыточная ликвидность осела в денежных средствах (+12 млрд руб. до 27 млрд руб.). Кроме того, банк нарастил портфель облигаций на 7,7 млрд руб. до 37,7 млрд руб. (на 64% он состоит из бумаг с рейтингом не выше BB+).

По CEDC создан 100% резерв

Под все конвертируемые облигации CEDC остаточной стоимостью на балансе БРС в 1,56 млрд руб. на конец 2012 г. был создан 100% резерв. Другого риска на CEDC нет.

Отчисления в резервы по CEDC сократили прибыльность

Чистый процентный доход увеличился (на 35%) во 2П темпами, близкими к приросту кредитования, что свидетельствует о стабильной процентной марже п./п. Несколько компенсировать рост резервов (+78% п./п. до 6,3 млрд руб.) позволил доход от портфеля ценных бумаг (+2 млрд руб.), а также повышение дохода от страховых операций (+1,1 млрд руб.). В результате чистая прибыль осталась на уровне 1П (+5% п./п.).

"Старый суборд" RUB18 недооценен

Рублевые облигации БРС котируются с YTW 9,0-9,5% к погашению/оферте через 1-2 года, что нам кажется справедливой оценкой. На рынке евробондов мы считаем интересными субординированные бумаги RUB18, которые несут избыточную премию (100 б.п.) к старшим бумагам эмитента и субординированным бумагам ПСБ. Несмотря на невысокий для розничного банка запас капитала, мы считаем, что БРС имеет достаточную гибкость для того, чтобы адаптироваться к новым требованиям регулятора (хотя и, возможно, в ущерб росту кредитования).

Башнефть: стабильность – признак мастерства**Нейтральные результаты по итогам 2012 г.**

Вчера Башнефть (-/Ba2/BB) представила финансовые результаты по МСФО по итогам 2012 г. в рублях, ранее компания отчитывалась по МСФО в долларах, включая 1-3 кв. 2012 г.

Мы нейтрально оцениваем представленные результаты, так как основные производственные и финансовые показатели не претерпели существенных изменений, и компания придерживается своей стратегии развития, озвученной ранее. В 2012 г. EBITDA увеличилась на 5% г./г., а рентабельность осталась на уровне 2011 г. (чуть менее 19%). Долговая нагрузка ожидаемо возросла и в отношении Чистый Долг/EBITDA составила 0,72х.

Ключевые финансовые показатели Башнефти

в млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2012	3 кв. 2012	изм.	2012	2011	изм.
Выручка	139,8	147,4	-5%	532,5	486,3	+9%
ЕБИТДА	19,4	30,7	-37%	98,7	93,8	+5%
Рентабельность по ЕБИТДА	13,9%	20,8%	-6,9 п.п.	18,5%	19,3%	-0,8 п.п.
Чистая прибыль	10,6	17,4	-38%	52,1	49,9	+4%
Чистая рентабельность	7,7%	11,8%	-4,1 п.п.	9,8%	10,2%	-0,5 п.п.
Операционный поток	14,7	20,6	-28%	71,1	65,6	+8%
Капвложения	-11,2	-6,2	+79%	-30,8	-25,0	+23%
Свободный денежный поток	3,5	14,4	-75%	40,4	40,6	-1%

в млрд руб. если не указано иное	31 дек. 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	110,2	109,0	+1%
Краткосрочный долг	32,0	13,5	+137%
Долгосрочный долг	78,2	95,4	-18%
Чистый долг	71,5	46,1	+55%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	0,72x	0,49x	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев по оценкам Райффайзенбанка
Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Ослабление рубля помогло увеличить выручку

В 2012 г. выручка Башнефти выросла на 9% г./г. за счет увеличения экспорта нефти и повышения цен в рублевом эквиваленте. Рост экспорта нефти (+25% г./г.) был частично нивелирован снижением объемов реализации в России на 60% г./г., до 0,4 млн тонн. Продажи нефтепродуктов незначительно снизились (-0,5% г./г.), при этом на 5% г./г. выросли объемы реализации в России, а экспорт нефтепродуктов сократился на 7% г./г. Мы считаем, что компании удастся успешно регулировать структуру продаж для максимизации прибыли, учитывая, что производственные показатели остаются стабильными.

Стабильные производственные результаты

В 2012 г. Башнефть добыла 15,4 млн тонн нефти, что на 2,2% выше уровня 2011 г., а объем переработки сократился на 1,4% г./г. до 19,9 млн тонн. При этом ее глубина на НПЗ Башнефти осталась на прежнем уровне (85%, с выходом светлых нефтепродуктов - 60%).

Рентабельность на баррель незначительно сократилась

Несмотря на то, что показатель ЕБИТДА в рублевом выражении увеличился на 5%, мы отмечаем небольшое снижение рентабельности ЕБИТДА/барр. в долларовом выражении с 29 долл./барр. до 28 долл./барр. Однако стоит отметить, что у Башнефти, в отличие от других крупных игроков, не было возможности полностью реализовать потенциал роста экспортных поставок сырой нефти, так как компании необходимо обеспечивать загрузку собственных НПЗ, которые потребляют нефти больше, чем компания в состоянии добывать на данный момент. В результате Башнефть оказалась в проигрыше из-за системы "60-66-90" по сравнению с большинством нефтяных компаний. Тем не менее, мы считаем, что в будущем ситуация изменится в лучшую сторону за счет добычи на месторождениях им. Требса и им. Титова.

В 2013 г. Башнефть продолжит модернизацию НПЗ и начнет добычу нефти на месторождениях им. Требса и им. Титова

Капитальные вложения Башнефти увеличились на 23% г./г. до 31 млрд руб. на фоне роста инвестиций как в сегмент добычи (+22% г./г. до 17,5 млрд руб.), так и в переработку (+38% г./г. до 12,5 млрд руб.). В 2013 г. компания планирует сохранить уровень капзатрат на уровне 2012 г. (около 30-31 млрд руб., без учета инвестиций в добычу на месторождениях им. Требса и им. Титова). На этот проект будет направлено дополнительно порядка 15 млрд руб. В 2013 г. Башнефть намерена начать добычу на этих месторождениях (около 300 тыс. тонн). В долгосрочной перспективе (в 2015 г.) этот показатель может возрасти до 4,8 млн тонн (или 31% от текущих объемов добычи). Также в 2013 г. дополнительные инвестиции могут быть сделаны в ребрендинг АЗС. В результате суммарные капвложения Башнефти могут превысить 45-50 млрд руб.

Также по итогам 2012 г. компания намерена выплатить дивиденды. Если Башнефть сохранит их на уровне предыдущего года (99 руб. на акцию), то общий размер выплат может составить около 22,5 млрд руб. Мы полагаем, что компания сможет профинансировать эти затраты за счет операционного потока и накопленных денежных средств. Башнефть может рефинансировать краткосрочный долг (32 млрд руб.) за счет новых займов. В частности, у компании зарегистрировано 3 выпуска биржевых облигаций общим номиналом 20 млрд руб.

Рублевые выпуски Башнефти не отличаются высокой ликвидностью и котируются на уровне УТР 9,02% @ февраль 2020 г. (Башнефть-7,9) и УТР 8,7% @ февраль 2018 г. (Башнефть-6,8), что соответствует премии к суверенной кривой в размере 250-260 б.п. Мы считаем эту премию низкой для столь высокой дюрации в сегменте ВВ.

Совкомфлот: сезон отложен на 1-й квартал

Слабые результаты за 4 кв. 2012 г.

В пятницу (12 апреля) Совкомфлот (BB+/Ba2/BB) опубликовал отчетность по МСФО за 2012 г. С фундаментальной точки зрения, рынок морских перевозок энергоносителей по-прежнему находится не в лучшей форме из-за переизбытка тоннажа, и кардинально ситуация вряд ли изменится ранее начала 2014 г. Однако преобладание у компании долгосрочных контрактов в портфеле, а также диверсификация за счет новых проектов обуславливают стабильность выручки и сохранение прибыльности, несмотря на продолжительную неблагоприятную конъюнктуру отрасли.

Мы ожидаем некоторого улучшения показателей компании в 1 кв. 2013 г.

ТЧЭ-выручка (тайм-чартерный эквивалент, используется в судоходной отрасли, чтобы отразить финансовые результаты и сравнить выручку от рейсового чартера с выручкой от тайм-чартера) компании снизилась на 3% кв./кв. Наиболее слабую динамику показал сегмент нефтеналивных танкеров, где по-прежнему слабая конъюнктура рынка обусловила снижение выручки на 10% до 76 млн долл. Прочая выручка (оперирование сухогрузами, судном сейсмозондировки и буксировка шельфовых добывающих платформ) упала на 61% до 4 млн долл. в связи с окончанием работы по контрактам в сейсмозондировке и буксировке. Сегмент нефтепродуктовозов показал рост доходов на 10% до 61 млн долл. благодаря сезонному росту ставок.

Рентабельность EBITDA в 4 кв. 2012 г. снизилась до 42% (50% в 3 кв. 2012 г.) на фоне существенного роста общих и административных издержек, в том числе расходов на подготовку к IPO. Мы ожидаем некоторого улучшения показателей компании в 1 кв. 2013 г. за счет (1) сезонного роста ставок фрахта и (2) увеличения флота Компании (1 судно для оффшорных операций, 2 сухогруза), (3) начала работы по новому проекту сейсмозондировки.

Ключевые финансовые показатели Совкомфлота

в млн долл., если не указано иное	4 кв. 2012	3 кв. 2012	изм.	2012	2011	изм.
Выручка (доходы от фрахта и аренды)	328	337	-3%	1 443	1 439	+0,3%
Тайм-чартерный эквивалент	210	220	-5%	930	927	+0,3%
ЕБИТДА	88	110	-20%	473	469	+1%
Рентабельность по ЕБИТДА	41,9%	50,0%	-8,1 п.п.	50,9%	50,6%	+0,3 п.п.
Чистая прибыль	-9	-9	-	33	54	-39%
Операционный поток	91	53	+72%	340	267	+27%
Капитальные расходы	-137	-115	+19%	-494	-657	-25%
Чистый денежный поток	-46	-62	-26%	-154	-390	-61%
в млн долл., если не указано иное				31 дек. 2012	30 сен. 2012	изм.
Краткосрочный долг				317	382	-17%
Долгосрочный долг				3 060	2 921	+5%
Совокупный долг				3 377	3 304	+2%
Чистый долг				3 029	3 051	-1%
Чистый долг/LTM EBITDA*				6,40x	6,30x	

*ЕБИТДА за предшествующие соответствующей дате 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Совкомфлот активно работает над диверсификацией деятельности

В годовом выражении, как выручка, так и ЕБИТДА были стабильны. Как уже упоминалось, компания активно работает над диверсификацией деятельности, постепенно снижая долю операций по перевозке нефти и нефтепродуктов в общих доходах. Так, при стабильной консолидированной ТЧЭ-выручке в 2012 г. доходы от обслуживания шельфовых проектов возросли на 6% г./г., а выручка от прочих услуг увеличилась практически в 2 раза до 48 млн долл. Доля в общей выручке этих более рентабельных сегментов достигла, соответственно, 21% и 5% (20% и 2% в 2011 г.).

Операционного потока не хватило на покрытие капзатрат

Операционный денежный поток увеличился практически в 2 раза кв./кв. до 91 млн долл. Капитальные затраты выросли на 19% кв./кв. до 137 млн долл. в 4 кв. 2012 г., затраты на новый флот составили 100 млн долл. По итогам 2012 г. инвестиции Совкомфлота составили почти 500 млн долл. и потребовали привлечения нового долга.

Компании нужно потратить на новые суда еще 952 млн долл. менее чем за 2 года

Флот компании увеличился на 2 судна в течение 4 кв. 2012 г. до 158 собственных и зафрахтованных судов, а суммарный дедвейт составил 11,7 млн тонн. В судостроительной программе компании 12 судов общим дедвейтом ~1,38 млн тонн: 4 нефтяных танкера (2 Aframax типа LR2 и 2 VLCC), 6 газозводов (2 СУГ, 4 СПГ), 1 Rapamax сухогруз, 1 многофункциональное ледокольное судно снабжения. Ожидаемые сроки поставок судов - с января 2012 г. по октябрь 2014 г. Общие затраты на приобретение составят 1 376 млн долл., из которых на конец 3 кв. компания профинансировала 424 млн долл. Таким образом, компании нужно потратить на новые суда еще 952 млн долл. менее чем за 2 года (примерно равными частями).

Размещенные заказы обеспечены грузовой базой

Заказы на новый флот размещены в основном под конкретные проекты, поэтому сразу будут задействованы, что является важным отличием от большинства других танкерных компаний, которые «запасались впрок» новыми танкерами на пиках фрахтовых цен в 2008 г.

Пик платежей, приходившийся на 2014 г., был сглажен

Размер долга компании практически не изменился кв./кв. и составил 3,4 млрд долл. Долговая нагрузка в терминах Чистый долг/ЕБИТДА немного возросла (6,4х против 6,3х в 3 кв. 2012 г.) на фоне стабильного размера долга и более низкого показателя LTM EBITDA.

В 4 кв. 2012 г. Совкомфлот подписал кредитное соглашения с консорциумом банков на 700 млн долл., а также привлек 160 млн долл. на строительство 2 ледокольных судов снабжения. Синдицированный кредит был направлен на рефинансирование, в результате чего пик платежей, приходившийся на 2014 г., был сглажен. На конец 2012 г. компании необходимо погасить в 2013 г. и 2014 г., соответственно, 297 и 281 млн долл. (без учета финансового лизинга).

Мы не ожидаем заметного снижения долговой нагрузки в ближайшие 2 года

В декабре 2012 г. Компания приняла новую дивидендную политику, согласно которой, выплаты будут составлять 25% чистой прибыли по МСФО, что соответствует 8,2 млн долл. за 2012 г. (против 12,8 млн долл. по результатам 2011 г.). Также, по сообщению газеты Ведомости, Правительство в очередной раз отложило на неопределенный срок приватизацию компании.

Учитывая амбициозную программу капитальных расходов, мы не ожидаем заметного снижения долговой нагрузки компании на горизонте 2-х лет, если только не произойдет существенного восстановления в отрасли. Тем не менее, ликвидная позиция Совкомфлота на этом горизонте не вызывает у нас опасений. С учетом генерируемого операционного денежного потока, запаса денежных средств на балансе (348 млн долл. на 2012 г.), а также доступа к банковским кредитам (оставаясь квазисуверенным заемщиком и имея объекты для залога, компания способна привлекать дешевые длинные деньги; невыбранные кредиты и доступные возобновляемые кредитные линии составляли 415 млн долл. на конец 2012 г.) компания будет в состоянии профинансировать инвестиционную программу и погашать/рефинансировать долг.

Выпуск Sovcomflot 17 неинтересен

Евробонды SCFRU 17 торгуются почти на кривой доходностей выпусков Северстали, что, по нашему мнению, свидетельствует о переоцененности бумаг Совкомфлота. Мы считаем, что SCFRU 17 должны котироваться с небольшой премией к Северстали (за разницу в долговой нагрузке).

Мечел: худшее позади?

Самый слабый квартал

Мечел (Moody's: B3), одна из ведущих российских горнодобывающих и металлургических компаний, опубликовала финансовые результаты по US GAAP за 4 кв. 2012 г., который оказался самым слабым для компании за весь год. Помимо объективных рыночных условий, на показатели прибыльности повлияли значительные разовые убытки, в основном, в металлургическом сегменте (обесценение гудвила и долгосрочных активов (Донецкий электрометаллургический завод, 205 млн долл., Согног, 63 млн долл.), а также резерв под задолженность связанных сторон (займ Эстар, 619 млн долл.)).

Но есть прогресс в решении долговых проблем

В качестве позитивного момента мы отмечаем успехи компании в решении долговых проблем: после отчетной даты пересмотрены ковенанты по кредитным соглашениям (в частности, до конца 2013 г. показатель Чистый долг/EBITDA не должен превышать 7,5x при уровне за 2012 г. 7,2x), заключено соглашение с ВТБ о 5-летнем кредите в сумме 40 млрд руб., заметно сократился объем долга к погашению в 2013 г. (по данным на 31 марта 2013 г., 1,1 млрд долл.), что полностью покрывается запасом ликвидности (в основном, в виде невыбранных кредитных линий).

Таким образом, мы считаем, что компания сможет исполнить свои обязательства по коротким облигациям Мечел-5 (@ 16 апреля 2013 г.), Мечел БО-3 (@ 24 апреля 2013 г.), Мечел-2 (@ июнь 2013 г.) и Мечел-4 (@ июль 2013 г.) общим номиналом 20 млрд руб. Тем не менее, в более долгосрочной перспективе вопрос рефинансирования остается актуальным: пик погашений приходится на 2014 г. (2,76 млрд долл.). Принимая во внимание отсутствие явных позитивных тенденций в отрасли и сохранение высокой долговой нагрузки, пока мы не склонны пересматривать свой негативный взгляд на кредитный профиль Мечела. Мы отмечаем, что в 4 кв. чистые процентные расходы (167 млн долл.) были сопоставимы со скорректированным показателем EBITDA (191 млн долл.), что свидетельствует о невысоком запасе прочности компании. Облигации Мечела с погашением/офертой более чем через 1,5 года котируются с YTW 16-17%, что, по нашему мнению, не в полной мере отражает кредитные риски эмитента.

У Мечела зарегистрирована программа рублевых облигаций общим номиналом 30 млрд руб. Тем не менее, пока компания не намерена выходить на рынок, принимая во внимание, что текущая стоимость публичных заимствований для нее выше, чем по банковским кредитам. По данным менеджмента, комфортной для компании была бы рублевая ставка не более 12%.

Ключевые финансовые показатели Мечела

в млн долл., если не указано иное	4 кв. 2012	3 кв. 2012	изм.	2012	2011	изм.
Выручка	2 521	2 711	-7%	11 275	12 541	-10%
Валовая прибыль	657	730	-10%	3 251	4 304	-24%
Валовая рентабельность	26,1%	26,9%	-0,8 п.п.	28,8%	34,3%	-5,5 п.п.
EBITDA	100	375	-73%	1 332	2 397	-44%
Рентабельность по EBITDA	4,0%	13,9%	-9,9 п.п.	11,8%	19,1%	-7,3 п.п.
Операционная прибыль/(убыток)	-933	129	н/а	-898	1 840	н/а
Чистая прибыль/(убыток)*	-1 114	55	н/а	-1 665	728	н/а
Операционный поток	204	458	-55%	1 311	882	+49%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-37	-223	-83%	-839	-2 618	-68%
Капвложения	-181	-268	-32%	-1 029	-1 835	-44%
Финансовый поток	-690	440	н/а	-792	2 079	н/а
в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2012		30 сент. 2012		изм.	
Совокупный долг***, в т.ч.	9 870		10 156		-3%	
Краткосрочный долг	1 593		2 523		-37%	
Долгосрочный долг	8 277		7 633		+8%	
Чистый долг	9 575		9 573		0%	
Чистый долг/EBITDA LTM***	7,2x		5,4x		-	

*Чистая прибыль, приходящаяся на акционеров компании **Долг с учетом обязательств по финансовому лизингу ***EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Капиталовложения заметно сокращены	Компания заметно сократила план капитальных вложений на 2013 г. - до 400 млн долл. (против 1 млрд долл. в 2012 г.): 130 млн долл. - поддержание мощностей, 70-100 млн долл. - универсальный рельсобалочный стан, 100 млн долл. - разработка Эльгинского месторождения (в целом этот проект Мечел намерен осуществлять в форме проектного финансирования, в частности, сейчас ведутся переговоры с ВЭБом), 20-25 млн долл. - окончание строительства порта Посьет. В 2014-2015 г. инвестиции планируется ограничить затратами на поддержание действующих мощностей (150 млн долл.), что заметно повышает возможности для снижения долговой нагрузки.
Продажа непрофильных активов может не оказать заметного влияния на долговую нагрузку	Мечел продолжает реализацию непрофильных активов: в декабре 2012 г. за 25 млн долл. была продана болгарская ТЭЦ Русе, в 1 кв. 2013 г. - румынские металлургические активы (за номинальную стоимость). По заявлениям менеджмента, остальные непрофильные активы также готовятся к продаже, а средства, полученные от продажи, будут направлены на погашение долга. Однако объем полученных средств и все возрастающая стоимость заимствований для компании могут и не изменить кардинально ситуацию с долгом.

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	

Транспорт

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

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Центр-инвест
АИЖК	ВТБ
Альфа-Банк	ЕАБР
Азиатско-Тихоокеанский Банк	Газпромбанк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	СИБУР
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Промсвязьбанк
РСХБ

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика февраля: "пациент" скорее жив...

Платежный баланс

Отток капитала в январе мог составить 8-10 млрд долл.

Инфляция

Инфляцию подогрели алкоголь и сигареты

Валютный рынок

Курс рубля в 1 кв. 2013 г.: в ожидании дальнейшего укрепления

Курс рубля «пустился в бега»

Монетарная политика ЦБ

Решение ЦБ по ставкам: медлить нельзя понизить

Заседание ЦБ обошлось без сюрпризов

Вечная дилемма ЦБ, или как не поддаваться искушению

Э. Набиуллина была выдвинута на пост главы ЦБ: сюрприз с оттенком консервативности

Рынок облигаций

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон

Case-study: где выше прибыльность - в ОФЗ или 1-м эшелоне?

Промышленность

Промышленность перешла в отступление?

Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

Ликвидность

Новый штурм 2-триллионных высот РЕПО намечен на апрель?

Конвертация трансферта в Резервный фонд — новый канал ликвидности от Минфина?

ЦБ РФ: реформа рефинансирования

Бюджет

Бюджетная анти-диета

Долговая политика

Комфортный план Минфина по заимствованию

Банковский сектор

Новые меры ЦБ РФ по ограничению роста потребкредитов в борьбе за их качество

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
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 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.