

## Пульс рынка

---

- ▶ **Поток позитивной макростатистики из США...** Новая порция американской статистики подтвердила сохранение позитивного тренда в экономике. В частности, индекс потребительской инфляции снизился за октябрь на 0,1%, составив 3,6% в годовом выражении. Рост промышленного производства оказался выше ожиданий в основном за счет обрабатывающего сегмента (благодаря автопрому) и добычи полезных ископаемых. Кроме того, Housing Market Index, оценивающий состояние рынка недвижимости, третий месяц подряд демонстрирует рост.
- ▶ **... не смог нивелировать негатив из еврозоны...** Инвесторы по-прежнему не верят в хэппи-энд европейской саги, сокращая позиции в суверенных долгах практически всех стран еврозоны (за исключением Германии), несмотря на то, что рейтинг некоторых из них (Франция и Австрия) находится на уровне AAA. В частности, доходность 10-летних бондов Франции составила YTM 3,74%, Испании - YTM 6,42%, Италии - YTM 7,0%. По сообщению WSJ, интервенции ЕЦБ, который выступает сейчас чуть ли не единственным покупателем суверенного риска еврозоны, удерживают котировки от более значительного падения. На рынке появились слухи о том, что существует некая неформальная договоренность о запуске печатного станка. Однако представители Германии по-прежнему публично отвергают возможность действий ЕЦБ по аналогии с ФРС США, ссылаясь на инфляционные риски (которые, судя по последним данным, имеют место быть). Таким образом, количественное смягчение пока остается под вопросом. Неразрешенные проблемы Европы не способствуют притоку иностранного капитала (на который так надеялись ее лидеры), который предпочитает казначейские облигации США. В частности, по последним данным, Китай вновь увеличивает свою позицию в них (до 1,15 трлн долл.).
- ▶ **... который расплзается по банковской системе.** После убытка, объявленного банком Юникредит за 3 кв. 2011 г. в размере 10,6 млрд евро, на рынке усилились опасения относительно развития эффекта домино. Вчера агентство Fitch заявило, что дальнейшее обострение европейского кризиса может сильно ухудшить финансовое состояние американских банков.
- ▶ **Покупателей ОФЗ нашлось немного.** В ходе аукциона по размещению 10-летних ОФЗ 26205 номиналом 10 млрд руб. было размещено лишь 2,1 млрд руб. по верхней границе ориентира YTM 8,45%. Сегодня с утра доходность этих бумаг выросла до YTM 8,46%. Снижение цен на нефть Brent до 110 долл./барр., а также волатильность внешних рынков сегодня будут способствовать ценовому снижению на рынке рублевых облигаций, при этом наиболее сильно могут пострадать длинные ОФЗ.

## Темы выпуска

---

- ▶ Промышленность на перепутье
  - ▶ НЛМК: консолидация SIF усугубила непрухой внешний фон
-

## Промышленность на перекутке

**Промпроизводство частично восстановилось после падения сентября**

После внезапного падения промышленного производства в сентябре, вызванного в основном разовыми причинами, в минувшем месяце логично было ожидать восстановления роста выпуска. Согласно данным Росстата, промпроизводство в октябре ускорилось до 0,8% м./м. (с корректировкой на сезонность) против "провала" на 0,3% м./м. в сентябре. Именно на предположении о восстановительном характере роста базировался наш прогноз (4,0% г./г. в октябре) и консенсус-оценки экспертов. Вместо этого промышленность продолжила сбавлять обороты - до 3,6% г./г. против 3,9% г./г. в сентябре, что значительно ниже среднегодового темпа роста.

**Промышленность "вытянул" обрабатывающий сектор**

Избежать более существенного замедления роста удалось лишь благодаря хорошим результатам обрабатывающей промышленности - ускорение до 5,7% г./г. против 4,4% г./г. месяцем ранее, которая играет ключевую роль в формировании промышленного выпуска. Остальные отрасли в годовом сопоставлении продемонстрировали падение: добыча - на 0,3% против прироста на 1,4% в сентябре, а производство и распределение электроэнергии, газа и воды - на 2,2% против 0,2% прироста в предыдущем месяце. В ежемесячном выражении производство росло во всех отраслях, что полностью объясняется восстановлением после падения в сентябре.

Среди подотраслей обрабатывающего сектора рост сконцентрировался в металлургии, химии и нефтепереработке - секторах, ориентированных на экспорт. Таким образом, опасения относительно воздействия ухудшения внешнего фона на динамику выпуска экспортируемых товаров в прошлом месяце оказались преждевременными, и наша гипотеза о том, что "провал" производства в сентябре был вызван разовыми причинами, полностью подтверждается.

**Хорошие результаты у металлургии и нефтепереработки - эффекта снижения внешнего спроса не прослеживается**

Так, в октябре восстановились темпы выпуска стали, чугуна и стальных труб, после их заметного падения в прошлом месяце из-за остановки ведущих сталелитейных заводов и трубных компаний на ремонт. Существенный вклад в активизацию нефтепереработки внес переход на новый налоговый режим "60-66". Реагируя на снижение пошлины на нефть усилилась первичная переработка нефти - 2,6% г./г. против падения на 2,7% г./г. в сентябре. Повышение пошлины на мазут вылилось в снижение его производства, а в лидеры выходит выпуск ориентированного на экспорт прямогонного бензина (+26,7% против -3,5%), который используется в химической промышленности.

Из отраслей, которых не коснулся эффект восстановления после "технического" падения выпуска в сентябре, стоит отметить производство транспортных средств. По сравнению с результатами 1П 2011 г. темпы роста выпуска легковых автомобилей сократились практически вдвое - до 25,4%, что, на наш взгляд, полностью объясняется исчерпанием позитивного эффекта господдержки после завершения программы утилизации автомобилей. Исключение из выборки легковых автомобилей, говорит не в пользу расширения производства транспортных средств: замедление темпов роста коснулось в том числе грузовых автомобилей, тепловозов, магистральных вагонов, в то время как выпуск троллейбусов и автобусов стагнирует.

**Рост промышленности в октябре сконцентрирован в пищевой и химической отрасли**

После ускоряющегося роста на протяжении подавляющей части 2011 г. показатели производства стройматериалов в последние месяцы остаются слабыми, что несколько расходится с позитивной динамикой инвестиций в основной капитал. Рост машин и оборудования, который вносил существенный вклад в улучшение показателей промышленности в предыдущие месяцы, крайне неравномерен из-за циклической природы данных производств, как следствие, замедление роста данных производств в октябре оказывает ощутимое статистическое давление на индекс.

В действительности, улучшение динамики промышленности в октябре наблюдалось лишь в пищевой и химической отрасли, причем ускорения роста первой частично объясняется благоприятными погодными условиями этого года, в то время как хорошие показатели химической отрасли обусловлены присутствием сильного внешнего спроса, подпитываемого за счет роста цен на химическую продукцию.

Говорить о формировании тенденции замедления производства преждевременно

Новые данные не говорят о формировании какой-либо негативной тенденции в промышленности. Напротив, после сентябрьского падения в октябре промышленность несколько отыграла свои позиции. Однако текущие темпы роста производства остаются довольно низкими - 3,5-4% против 5-6%-роста в течение последних 12 месяцев, что ставит под сомнение устойчивость динамики внутреннего спроса.

Тем не менее, говорить о проявлении признаков стагнации промышленности, на наш взгляд, пока преждевременно. Поскольку, с одной стороны, ухудшение внешней конъюнктуры усиливает риски роста стоимости кредитных ресурсов, что оказывает негативное воздействие как на инвестиционную, так и на потребительскую активность. С другой стороны, инфляция остается на рекордно низких уровнях, и динамика курса рубля заметно улучшилась.

## НЛМК: консолидация SIF усугубила непростой внешний фон

Слабые результаты 3 кв. 2011 г. в части рентабельности

НЛМК (BBB-/Baa3/BBB-) представил результаты своей деятельности за 3 кв. и 9М 2011 г. по US GAAP, которые произвели на нас негативное впечатление, особенно в части существенного падения рентабельности с 31% до 16% г./г.

### Ключевые финансовые показатели НЛМК

в млн долл., если не указано иное	3 кв. 2011	2 кв. 2011	изм.	3 кв. 2011	3 кв. 2010	изм.
Выручка	3 334	2 982	+12%	3 334	2 232	+49%
ЕБИТДА	537	835	-43%	537	695	-31%
Рентабельность по ЕБИТДА	16,1%	28,0%	-11,9 п.п.	16,1%	31,1%	-15 п.п.
Чистая прибыль	220	591	-2,7x	220	522	-2,4x
Чистая рентабельность	6,6%	19,8%	-13,2 п.п.	6,6%	23,4%	-16,8 п.п.
Операционный поток	658	285	+2,3x	658	558	+18%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-329	-602	-1,8x	-329	-875	-2,7x
капитальные затраты	-607	-535	+13%	-607	-371	+64%
Финансовый поток	-485	301	-	-485	164	-
в млн долл., если не указано иное				30 сент. 2011	31 дек. 2010	изм.
Краткосрочный долг				1 031	526	+2,0x
Долгосрочный долг				2 791	2 099	+33%
Совокупный долг				3 822	2 624	+46%
Чистый долг				2 940	1 454	+2,0x
Чистый долг/LTM EBITDA*				1,2x	0,6x	-

\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Увеличение выручки в основном за счет объемов...

Увеличение выручки в 3 кв. 2011 г. на 12% кв./кв. связано в основном с ростом объемов продаж в среднем на 9% кв./кв. за счет стабильного спроса на внутреннем рынке и консолидации результатов SIF. Напомним, что 1 июля 2011 г. НЛМК довела свою долю в SIF (прокатные активы в США и Европе), бывшем СП с Dufenco, до 100% с 50%.

... и изменения структуры продаж

Несмотря на ухудшение рыночной конъюнктуры, преимущественно, в Европе, основном экспортном рынке компании (снижение цен на 5-10% кв./кв.), в целом средняя цена реализации выросла на 4% кв./кв., главным образом, благодаря наращиванию производства и продаж продукции с высокой добавленной стоимостью (+51% кв./кв.). В 3 кв. 2011 г. доля такой продукции составила 41% от всех продаж.

Из-за консолидации активов SIF существенное падение рентабельности...

Однако существенное падение рентабельности НЛМК до 16% в 3 кв. 2011 г. против 28% в предыдущем квартале и 31% годом ранее, прежде всего, связано с консолидацией активов SIF, поскольку именно затраты американских прокатных активов на покупку слябов (567 млн долл.) привели к росту производственных затрат в 3 кв. 2011 г. на 33% кв./кв. до 2,4 млрд долл. Здесь стоит отметить, что дальнейшее снижение этих расходов маловероятно в связи с тем, что транспортировка слябов из России не является целесообразной ни по стоимости, ни по срокам.

В последнем квартале года компания ожидает роста производства стали на 7% благодаря запуску доменной печи на российской площадке. Тем не менее, отгрузки останутся на уровне 3 кв. 2011 г. (3,4 млн тонн). В настоящий момент, по данным компании, спрос за рубежом, особенно в Европе, достаточно низок. Загрузка европейских мощностей НЛМК составляет 40-76%, в зависимости от вида продукции. Ситуация в России остается более благоприятной, в частности, компания ожидает рост продаж в 2012 г. на 10%. Напомним, что выручка от реализации в России составляет около 39% консолидированных продаж. В 4 кв. 2011 г. НЛМК прогнозирует, что рентабельность по EBITDA составит 15%.

Капвложения за 9М 2011 г. превысили 1,5 млрд долл. (в 4 кв. запланировано освоить еще 500 млн долл.) и были направлены на расширение производственных мощностей: введение новой доменной печи и конвертера на Липецкой площадке, загрузка мощностей которой в 3 кв. 2011 г. составляла уже 100%.

**...и увеличение долга, хотя долговая нагрузка остается на приемлемом уровне**

Совокупный долг НЛМК вырос на ~1,2 млрд долл. до 3,8 млрд долл. за счет консолидации долга SIF, из этих средств 790 млн долл. было направлено на финансирование оборотного капитала. В результате долговая нагрузка в терминах Чистый долг/LTM EBITDA достигла отметки 1,2х, что для компании с консервативной долговой политикой (на начало года этот показатель 0,6х) является достаточно существенным повышением.

**Большую часть долга предстоит погасить или рефинансировать в ближайшие 2 года**

На конец 3 кв. 2011 г. краткосрочная задолженность составила 1 млрд долл., или 27% долга, из них 390 млн долл. предстоит погасить уже в 4 кв. 2011 г., 1,3 млрд долл. - в 2012 г., 1 млрд долл. - в 2013 г. Тем не менее, риск ликвидности, на наш взгляд, достаточно невысок, учитывая достаточно существенный запас денежных средств на балансе (830 млн долл.).

**После отчетной даты НЛМК разместил 3-летний выпуск рублевых облигаций**

Долг преимущественно представлен банковскими кредитами (3 млрд долл.), остальные 805 млн долл. - рублевые облигации (1 выпуск на 10 млрд руб. со сроком погашения в октябре 2012 г., на 5 млрд руб. - с погашением в декабре 2012 г. и на 10 млрд руб. - с погашением в марте 2013 г.). Уже после отчетной даты компания разместила выпуск НЛМК, БО-7 на 10 млрд руб. сроком на 3 года.

**НЛМК теперь должен давать премию к Северстали**

Спред рублевых бумаг НЛМК к кривой ОФЗ варьируется в пределах 70-160 б.п., при этом наибольшую премию дают недавно размещенные БО-7. Пока не вышла отчетность Северстали за 3 кв. 2011 г. мы воздерживаемся от каких-либо рекомендаций по бумагам. Однако в случае, если результаты Северстали будут намного более положительными, чем у НЛМК, мы считаем, что выпуски НЛМК должны будут уже предлагать премию к облигациям Северстали.

## 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.