

## Пульс рынка

- ▶ **Перед подведением итогов заседания FOMC инвесторы сделали ставку на позитив.** Вчера рынки вновь "качнуло" вверх на ожиданиях позитивных комментариев главы ФРС по итогам заседания FOMC (заканчивается сегодня). Большинство участников полагают, что приоритет в решении будет отдан краткосрочной выгоде от QE (позитивное воздействие на ряд макроиндикаторов), а не долгосрочным рискам (гиперинфляция на финансовых рынках) проведения ультрамягкой политики на протяжении долгого времени. Б Бернанке, скорее всего, постарается успокоить рынки, но вряд ли в его речи появится определенность в отношении политики ФРС. Вчерашние данные по США свидетельствуют о все еще низких рисках повышения инфляции (вышла на уровне ожиданий - 1,7% г./г.). Несмотря на то, что доходности 10-летних UST остались на уровне 2,18%, бонды Russia 42 подешевели на 2 п.п. до 108,8% от номинала. Негативной новостью, вновь напомнившей об отошедших на второй план проблемах еврозоны, стало письмо президента Кипра лидерам ЕС и МВФ с требованием пересмотра условий помощи, из-за которых остров оказался в глубокой рецессии. И вновь всплывает аналогия с дилеммой заключенного.
- ▶ **Минфин вновь не проявляет щедрость на аукционах ОФЗ.** Сегодня Минфин предложит 15-летние ОФЗ 26212 и новый 3-летний выпуск 25082 по 10 млрд руб. каждый. Ориентир по длинным бумагам в диапазоне YTM 7,70-7,75% - ниже уровней доходностей вчерашних сделок (YTM 7,79%). Отметим, что в конце прошлой - начале этой недели на рынке ОФЗ произошло некоторое восстановление в ответ на стабилизацию внешних рынков. Но вчера давление продавцов вновь усилилось (рост доходностей на длинном конце кривой составил 10 б.п.). Это, скорее всего, стало следствием ослабления рубля (со вчерашнего дня корзина подорожала на 40 копеек до 37,1 руб. на открытии сегодня) после заявления А. Силуанова о том, что 1) экономике поможет небольшое ослабление рубля, и 2) с августа Минфин собирается покупать для Резервного фонда валюту, что может снизить курс на 1-2 руб. Ориентир по новым ОФЗ 25082 (купон 6% с погашением в мае 2016 г.) на уровне YTM 6,45-6,50% в сравнении с близкими по дюрации и ликвидными ОФЗ 25077 (YTM 6,4% @ январь 2016 г.) несет заметную премию. Однако в сравнении с менее ликвидными ОФЗ 26203 (YTM 6,50% @ август 2016 г.) новые бумаги не столь привлекательны. На текущих уровнях доходностей для локальных участников короткие ОФЗ выглядят, по нашему мнению, все еще дорого, предлагая слишком низкую маржу carry-trade над ставками РЕПО ЦБ (менее 100 б.п.). Тот факт, что ОФЗ сейчас котируются с нулевыми или даже отрицательными реальными доходностями (так, 10-летние ОФЗ 26211 предлагают YTM 7,45% при потребительской инфляции на уровне 7,3%), делает госбумаги очень чувствительными к ухудшению настроений на внешних рынках. На наш взгляд, спекулятивный интерес для участия в сегодняшних аукционах ОФЗ отсутствует.
- ▶ **Промышленность "дала слабину".** По данным Росстата, в мае выпуск упал как м./м. (на 0,6%), так и г./г. (на 1,4%). Ухудшение возобновилось после роста на 2,3% г./г. в апреле и стагнации в 1 кв. Падение не исчезает даже с корректировкой на сезонность, что говорит о том, что оно имеет фундаментальные причины. Основным источником сокращения производства в мае стало резкое падение выпуска в обработке (-4,4% после +1,2% в апреле и в 1 кв.) и, судя по всему, связанное с этим замедление роста производства и распределения э/э, газа и воды (+0,5% с +2,8% в апреле). Из отдельных отраслей ключевую роль в падении могло сыграть сильное снижение производства а/м и транспортных средств, ухудшение динамики выпуска металлургической продукции и сырья, а также электродвигателей и оборудования. Мы ожидаем, что эти отрасли и впоследствии могут быть причиной низких результатов, т.к. конъюнктура металлургического рынка остается не очень благоприятной, некоторые госпрограммы, стимулирующие спрос на а/м завершились, а заказы на оборудование снижаются вслед за ослаблением активности использующих его индустрий. О дальнейших перспективах в большей степени можно будет судить по данным об инвестициях (ожидаются на этой неделе), но на фоне текущей статистики даже сниженный нами прогноз по росту производства в 2013 г. до 2% выглядит оптимистично.
- ▶ **ВНИМАНИЕ - ОПРОС: узнай ожидания рынка!**

## Темы выпуска

- ▶ Мечел: кратковременное улучшение операционных показателей
- ▶ СИБУР: продажи нефтехимии в РФ поддержали маржу

## Мечел: кратковременное улучшение операционных показателей

Убыточные румынские активы выведены из состава группы

Мечел (Moody's: B3), одна из ведущих российских горнодобывающих и металлургических компаний, опубликовала финансовые результаты по US GAAP за 1 кв. 2013 г., которые свидетельствуют о некотором улучшении операционных показателей (увеличение EBITDA кв./кв. составило 71% до 210 млн долл.), главным образом, благодаря позитивной динамике цен на металлургическое сырье (так, железная руда подорожала в среднем на 20% кв./кв. до 147 долл. за сухую метрическую тонну). В рамках продолжающейся оптимизации структуры группы из состава группы были выведены румынские металлургические активы (что обусловило разовый убыток в размере 91 млн долл.), которые уже долгое время были убыточными. Чистый убыток составил 321 млн долл. против -1,1 млрд долл. в 4 кв. 2012 г.

### Ключевые финансовые показатели Мечела

в млн долл., если не указано иное	1 кв. 2013	4 кв. 2012	изм.	1 кв. 2012	изм.
Выручка	2 481	2 521	-2%	2 949	-16%
Валовая прибыль	738	657	+12%	978	-24%
Валовая рентабельность	29,7%	26,1%	+3,6 п.п.	33,2%	-3,5 п.п.
EBITDA	210	123	+71%	487	-57%
Рентабельность по EBITDA	8,5%	4,9%	+3,6 п.п.	16,5%	-8 п.п.
Операционная прибыль/(убыток)	61	-933	-	317	-81%
Чистая прибыль/(убыток)*	-321	-1 114	-3,5x	218	-
Операционный поток	69	204	-66%	341	-80%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-192	-37	+5,2x	-271	-29%
Капвложения	-172	-181	-5%	-271	-36%
Финансовый поток	50	-690	-	-305	-

в млн долл., если не указано иное	31 марта 2013	31 дек. 2012	изм.
Совокупный долг***, в т.ч.	9 765	9 870	-1%
Краткосрочный долг	2 594	1 593	+63%
Долгосрочный долг	7 171	8 277	-13%
Чистый долг	9 595	9 575	0%
Чистый долг/EBITDA LTM***	8,4x	6,8x	-

\* Чистая прибыль, приходящаяся на акционеров компании

\*\* Долг с учетом обязательств по финансовому лизингу

\*\*\* EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Улучшение показателей произошло благодаря повышению цен на металлургическое сырье

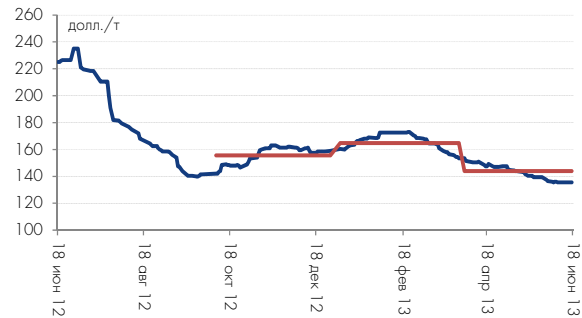
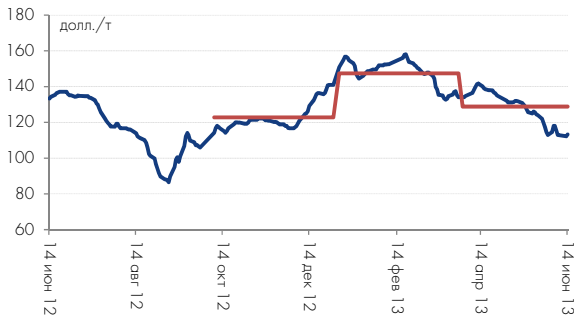
Рыночная конъюнктура для металлургического сырья в 1 кв. (железорудное сырье и коксующийся уголь подорожали в среднем на 19,7% и 6,5%, соответственно) была заметно лучше, чем в предшествующем квартале, что привело к увеличению как выручки в горнодобывающем дивизионе на 14% до 769 млн долл., так и показателя EBITDA с 33 млн долл. в 4 кв. 2012 г. до 124 млн долл. Благодаря увеличению экспорта в Азию (Японию, Китай и Южную Корею) объем отгрузки концентрата коксующегося угля вырос на 13% кв./кв.

В металлургическом дивизионе в условиях более-менее стабильной ценовой конъюнктуры (для стальной продукции, предназначенной строительному сектору, которая является ключевой для Мечела) снижение выручки на 8,2% до 1,43 млрд долл. отразило сезонный спад объемов производства. Заметное сокращение продаж стальной заготовки (на 46%) стало следствием деконсолидации румынских активов, позволившей всему сегменту остаться прибыльным (с EBITDA на уровне 57 млн долл., что на 42% ниже кв./кв.). Остальные дивизионы (ферросплавов и электрогенерации) сработали в прибыль, добавив порядка 28 млн долл. к EBITDA.

### Во 2 кв. ситуация конъюнктура заметно ухудшилась

Улучшение операционных показателей Мечела, наблюдавшееся в 1 кв. 2013 г., скорее всего, окажется временным, учитывая снижение цен на металлургическое сырье. Во 2 кв. средние спот-цены на ЖРС и коксующийся уголь просели на 12,3% и 12,7% до 129 долл./т и 144 долл./т, соответственно, и сейчас находятся на своих локальных минимумах. Как следствие, финансовый результат 2 кв. может оказаться таким же слабым, как и в 4 кв. 2012 г. Поддержку продажам окажет подписанные в начале года долгосрочные соглашения с китайскими компаниями Baosteel Resources и Shasteel Group, а также с корейской POSCO о продаже 2,5 млн т коксующегося угля в год (это соответствует четверти текущих продаж Мечела).

### Восстановление цен на ЖРС оказалось временным Уголь продолжает дешеветь



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

### Высвобождение средств из оборотного капитала

Из оборотного капитала в 1 кв. было высвобождено 51 млн долл. (при этом запасы сократились на 155 млн долл.), что обеспечило основную часть всего денежного потока от операционной деятельности, который составил 70 млн долл. Финансирование капитальных инвестиций в объеме 172 млн долл. (Порт Посьет и модернизация универсального прокатного стана ЧМК) потребовало привлечения нового долга (+86 млн долл.). Кроме того, вывод Порта Ванино за пределы группы Мечел произошел по более низкой цене, чем его приобретение, убыток составил 19 млн долл.

### Объявлен buy-back

Вчера совет директоров компании одобрил приобретение на рынке ADR на обыкновенные акции (новость привела к их курсовому росту на 7,5%) на сумму до 100 млн долл., что, по данным компании, будет осуществлено за счет собственных средств (остаток денежных средств на балансе в 1 кв. 2013 г. составлял 170 млн долл.). Решение о выкупе акций было принято исходя из слишком низкой стоимости акций Мечела на рынке.

### Краткосрочный долг удалось рефинансировать...

В качестве позитивного момента мы отмечаем успехи компании в решении долговых проблем: после отчетной даты в апреле 2013 г. было объявлено о подписании кредитного договора с ГПБ на сумму 1 млрд долл. Напомним, что ранее Мечелу удалось заключить соглашение с ВТБ о 5-летнем кредите в объеме 40 млрд руб. Таким образом, компании удалось рефинансировать большую часть краткосрочного долга (2,47 млрд долл. на 31 марта 2013 г.). Как мы и предполагали, Мечел своевременно и в полном объеме исполнил свои обязательства по облигациям Мечел-5 (@ 16 апреля 2013 г.), Мечел БО-3 (@ 24 апреля 2013 г.), Мечел-2 (@ июнь 2013 г.).

### ... однако риски высокой долговой нагрузки сохраняются

Тем не менее, в более долгосрочной перспективе вопрос рефинансирования остается актуальным: пик погашений приходится на 2014 г. (2,5 млрд долл.). Принимая во внимание отсутствие явных позитивных тенденций в отрасли и сохранение высокой долговой нагрузки (по нашим оценкам, отношение Чистый долг/LTM EBITDA составило 8,4x), пока мы не склонны пересматривать свой негативный взгляд на кредитный профиль Мечела. Мы отмечаем, что в 1 кв. чистые процентные расходы (168 млн долл.) лишь немногим были ниже показателя EBITDA (210 млн долл.), что свидетельствует о невысоком запасе прочности компании. Облигации Мечела с погашением/офертой более чем через 1,5 года котируются с YTW 17-18%, что, по нашему мнению, отражает кредитные риски эмитента. В то же время большого числа желающих продать бумаги по указанным доходностям (на 10-15 п.п. ниже номинала) нет.

## СИБУР: продажи нефтехимии в РФ поддержали маржу

Результаты оцениваем нейтрально

СИБУР (-/Ba1/BB+), ведущий российский частный вертикально-интегрированный нефтехимический холдинг, представил финансовые результаты по МСФО за 1 кв. 2013 г., которые мы оцениваем нейтрально с точки зрения кредитного профиля компании. Снижение выручки относительно предыдущего 4 кв. произошло как в сегменте топливно-сырьевых продуктов (-6% кв./кв.), так и в нефтехимическом сегменте (-11% кв./кв.). Объемы продаж сокращались почти по всем продуктам, кроме природного газа (реализовывались запасы). При этом ценовая конъюнктура в топливно-сырьевом сегменте была неблагоприятна (коррекция цен на мировых рынках), а в нефтехимии (за исключением по-прежнему синтетических каучуков) цены, наоборот, повысились за счет спроса в РФ. В результате рентабельность топливно-сырьевого сегмента снизилась с 60% до 51,7%, а нефтехимического сегмента, напротив, выросла с 5,5% до 13,2%. Общая рентабельность осталась практически на том же уровне, что и кварталом ранее - 31%.

Рентабельность удалось удержать на уровне 4 кв. за счет нефтехимии

Компания по-прежнему полагает, что в сегменте каучуков возможно улучшение ситуации в 3 кв. 2013 г., в то время как цены на топливно-сырьевую продукцию (при неизменных объемах) останутся на том же уровне за счет уже заключенных контрактов.

Долговая нагрузка по-прежнему на низком уровне

В 1 кв. компания существенно снизила краткосрочный долг за счет его рефинансирования 5-летним евробондом номиналом 1 млрд долл. Объем накопленных денежных средств (18,2 млрд руб.) покрывает оставшийся "короткий" долг на 60%. Кроме того, компании доступны кредитные линии на 72,5 млрд руб., из них подтвержденные - на 26 млрд руб. Долговая нагрузка (Чистый долг/EBITDA) по-прежнему остается на низком уровне 1,0x.

### Ключевые финансовые показатели СИБУРа

в млрд руб., если не указано иное	1 кв. 2013	4 кв. 2012	изм.	1 кв. 2012	изм.
Выручка	66,2	72,3	-8%	71,6	-8%
EBITDA	20,5	22,1	-7%	23,1	-11%
Рентабельность по EBITDA	31,0%	30,6%	+0,4 п.п.	32,2%	-1,2 п.п.
Чистая прибыль	15,6	14,9	+5%	21,5	-27%
Операционный поток	23,1	7,8	+3,0x	21,8	+6%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-22,4	-27,9	-20%	-12,2	+84%
Капвложения	-21,5	-26,1	-18%	-11,9	+81%
Финансовый поток	4,0	17,9	-4,5x	-12,3	-

в млрд руб., если не указано иное	31 марта 2013	31 дек. 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	96,1	96,0	0%
Краткосрочный долг	30,8	54,9	-44%
Долгосрочный долг	65,3	41,1	+59%
Чистый долг	77,9	82,4	-5%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,0x	1,0x	-

\*EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Поддержку рентабельности оказало опережающее выручку снижение расходов на сырье и материалы (-13% кв./кв.), по-видимому, в связи со снижением средних цен закупки попутного нефтяного газа и прочего сырья. Остальные затраты сокращались незначительно, при повышении расходов на персонал на 27% кв./кв.

Капвложения в 1 кв. полностью профинансированы из операционного потока...

Операционный денежный поток в 1 кв. поддержало высвобождение средств из оборотного капитала в объеме 3,5 млрд руб. в результате налоговых возвратов и снижения авансовых платежей в пользу РЖД (большая часть ж/д транспортных расходов 1 кв. была выплачена в конце 2012 г. для исключения простоев в праздничные дни в начале года). Капвложения составили 21,5 млрд руб. (29% годового объема) и были полностью профинансированы из операционного денежного потока.

**...что также  
планируется в 2013 г.  
в целом**

На 2013 г. программа капвложений утверждена на уровне 2012 г. - 74 млрд руб. Данная программа включает строительство трубопровода для ШФЛУ Пуровск-Пыть-Ях-Тобольск (60 млрд руб.), второй установки газофракционирования на Тобольской площадке (14 млрд руб.). Капвложения компания планирует финансировать в основном за счет собственного операционного денежного потока. При этом не исключается лишь небольшое повышение долговой нагрузки, что для компании не критично.

**SIBRSE18  
справедливо оценены**

Наша рекомендация продавать бонды SIBRSE 18 от 4 апреля 2013 г. реализовалась: их котировки упали с 99% до 95% от номинала, дисконт по доходностям к бумагам НЛМК исчез. В настоящий момент бонды SIBRSE 18 котируются с премией 25 б.п. к Eurochem 18, что выглядит справедливым уровнем, учитывая разницу в кредитных рейтингах. Однако, учитывая сохранение негативных настроений на рынках, мы считаем, что бумаги SIBRSE 18 продолжат коррекцию.

## 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	ФосАгро

### 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 марта споткнулась на инвестициях

### Платежный баланс

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

### Инфляция

Инфляция сильно "подтаяла"

### Валютный рынок

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

Курс рубля «пустился в бега»

### Монетарная политика ЦБ

Госдума утвердила кандидатуру Э.Набиуллиной на пост главы ЦБ

Снижение ставок от ЦБ "малой кровью"

### 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 приросла нефтепродуктами, металлами и... мостовыми кранами

### Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

### Ликвидность

Ликвидность: успеют ли Минфин и ЦБ предотвратить летний "пожар"?

Конвертация трансферта: в режиме ожидания?

ЦБ РФ: реформа рефинансирования

### Бюджет

Бюджетная анти-диета

### Долговая политика

Бюджетные маневры, или сколько нужно занять Минфину в 2013 г.?

### 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.