

## Пульс рынка

- **Б. Бернанке не дал рынкам "успокоительной пилюли"**: сворачивание QE начнется ближе к концу года. По итогам заседания FOMC глава ФРС довольно четко обозначил дальнейшее направление монетарной политики (ранее были лишь общие слова). В случае улучшения экономических условий в рамках ожиданий (по-видимому, текущих темпов достаточно) ФРС начнет сокращать объем выкупа активов ближе к концу года (возможно, и в сентябре). При этом программа QE будет полностью прекращена к середине 2014 г., когда уровень безработицы снизится, как ожидается, до 7,0% (в мае показатель составил 7,6%). Напомним, ранее целевое значение этого показателя находилось на уровне 6,5%. Оценка FOMC текущего состояния экономики и, прежде всего, рынка труда улучшилась с осени прошлого года, несмотря на то, что восстановление трудно назвать устойчивым (промышленность остается слабой, повышение занятости не сопровождается ростом зарплат). Среди членов FOMC низкие инфляционные риски пока не вызывают беспокойства (угроза дефляции, естественно, являлась бы сильным аргументом за продолжение QE). Обычно Б. Бернанке склонен смягчать формулировки, чтобы снизить негативное влияние на рынки. Поэтому текущая его риторика может означать увеличение числа голосов (в сравнении с предыдущим заседанием) в пользу скорого сворачивания QE (об этом станет известно из стенограммы заседания, которая будет опубликована позже). Инвесторы не ожидали столь резких формулировок (консенсус-прогноз предполагал, что однозначные сигналы о сворачивании QE будут даны не ранее 3 кв. 2013 г.): индексы акций потеряли порядка 1,5%, доходности 10-летних UST взлетели на 20 б.п. до YTM 2,37% (см. наш комментарий от 6 июня 2013 г.). На этом фоне сегодня произойдет сильная коррекция бондов GEM, в том числе и РФ (Russia 42 может подешеветь до 105% от номинала), которая заденет и локальные облигации.
- **На короткие ОФЗ нашелся спрос**. Аукцион по 15-летним ОФЗ 26212 был признан несостоявшимся по причине отсутствия спроса (поскольку из-за продолжившейся коррекции длинных ОФЗ ориентир на момент размещения оказался вне рынка). Заметно лучше обстояли дела с размещением нового 3-летнего ОФЗ 25082: спрос на 60% превысил предложение, доходность по цене отсечения составила YTM 6,43%, что ниже нижней границы ориентира (YTM 6,45-6,50%). По-видимому, участники сочли премию, предложенную к близким по дюрации ОФЗ 25077 (YTM 6,35%), достаточной компенсацией за первичное размещение (и, как следствие, более низкую ликвидность на вторичных торгах). Ценового роста новых ОФЗ 25082 на "вторичке" не произошло. Учитывая негативный внешний фон, в ближайшие дни мы ожидаем негативную ценовую динамику на рынке ОФЗ.
- **Размещение средств ПФР не вызвало ажиотажа**. Пенсионный фонд РФ разместил на банковские депозиты 50 млрд руб. с погашением через 168 дней под 6,1% годовых (минимальная ставка аукциона установлена на уровне 6,0% годовых). Отметим, что длинные средства у ПФР образуются за счет поступления страховых взносов (16% от зарплаты, остальные 6% направляются в накопительную часть пенсии), которые идут на выплаты пенсионерам. Объем заявок на средства ПФР ненамного превысил предложенный объем, составив 55 млрд руб., что свидетельствует о невысокой потребности, по крайней мере крупных банков, в относительно длинной ликвидности. Статистика ЦБ РФ (темп корпоративного кредитования замедлился до 11,8% г./г. на 1 июня 2013 г. с +24,7% г./г. на 1 июня 2012 г.), а также результаты по МСФО за 1 кв. 2013 г. ряда банков РФ свидетельствуют о том, что в начале года спрос на кредиты со стороны крупных корпоративных заемщиков был невысоким (это согласуется с низкой экономической активностью). Как следствие, банки смогли улучшить свою ликвидную позицию (за счет более быстрого притока клиентских средств).
- **Интересное предложение от НОМОС банка (-/Ba3/BB)**. Вчера в маркетинге появился годовой выпуск НОМОС БО-5 номиналом 7 млрд руб. с ориентиром YTP 8,68-9,20%, который соответствует спреду к суверенной кривой 262-314 б.п. Среди коротких обращающихся облигаций банков категории BB предложение НОМОС банка выглядит щедрым, особенно по верхней границе ориентира. Альтернативу ему могут составить, разве что, короткие облигации МКБ, которые предлагают доходность ~YTW 9,0%.
- **ВНИМАНИЕ - ОПРОС: узнай ожидания рынка!**

## Темы выпуска

- **Металлоинвест: оптимизация структуры долга продолжается**
- **Уралкалий: калийный рынок не в лучшей форме**

## Металлоинвест: оптимизация структуры долга продолжается

Результаты отражают общерыночные тенденции

Металлоинвест (BB-/Ba2/BB-), один из крупнейших мировых производителей железной руды и ГБЖ (горячебрикетированного железа), опубликовал ключевые финансовые показатели по МСФО за 1 кв. 2013 г. (впервые на ежеквартальной основе), которые соответствуют общим тенденциям на рынках железной руды и стали. Главным образом, в связи с частичным восстановлением цен на железорудное сырье в 1 кв. после достижения минимумов во 2П 2012 г. рентабельность по EBITDA повысилась до 29,8% с 24,4%. При этом г./г. этот показатель снизился на 5,5 п.п.

Низкие риски рефинансирования, оптимизация структуры долга продолжилась

В 1 кв. продолжилась оптимизация структуры долга: размещены два 5-летних выпуска рублевых облигаций на 10 млрд руб. (~330 млн долл.), эти средства были направлены на погашение рублевых кредитов со сроком погашения в 1П 2014 г., также из операционного потока был досрочно(частично) погашен синдицированный кредит в объеме 250 млн долл. По итогам 1 кв. краткосрочная часть долга составляет незначительные 310 млн долл. После отчетной даты компания разместила евробонд METINR 20 номиналом 1 млрд долл. Полученные средства в полном объеме, по данным компании, направлены на погашение синдицированного кредита.

Размер Чистого долга за 1 кв. практически не изменился (-1% до 5,9 млрд долл.), но в результате общего ухудшения рыночной конъюнктуры за последние 12 месяцев и, как следствие, сокращения EBITDA LTM отношение Чистый долг/EBITDA повысилось до 2,54x с 2,35x на начало года.

### Ключевые финансовые показатели Металлоинвеста

В млн долл., если не указано иное	1 кв. 2013	1 кв. 2012	изм.	2П 2012
Выручка	1 945	2 239	-13%	3 737
EBITDA	579	790	-27%	911
Рентабельность по EBITDA	29,8%	35,3%	-5,5 п.п.	24,4%
Чистая прибыль	275	378	-27%	412
Капвложения	88	114	-23%	270

в млн долл., если не указано иное	31 марта 2013	31 дек. 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	6 200	6 471	-4%
Краткосрочный долг	310	338	-8%
Долгосрочный долг	5 890	6 133	-4%
Чистый долг	5 949	6 002	-1%
Чистый долг/EBITDA LTM*	2,54x	2,35x	-

\* EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: пресс-релиз компании, оценки Райффайзенбанка

Объемы производства в 1 кв. оставались достаточно стабильными относительно 4 кв. по ключевым видам продукции (железная руда: -1,8%, окатыши: +3%) при увеличении производства ГБЖ и чугуна на 11% и 8%, соответственно. Производство стали сократилось на 9% кв./кв., по-видимому, на фоне сохраняющейся слабой рыночной конъюнктуры и закрытия наименее эффективных сталеплавильных мощностей. В целом же за год объемы производства ЖРС и окатышей снизились в среднем на 3%, стали - на 10%.

Снижение объемов отгрузки

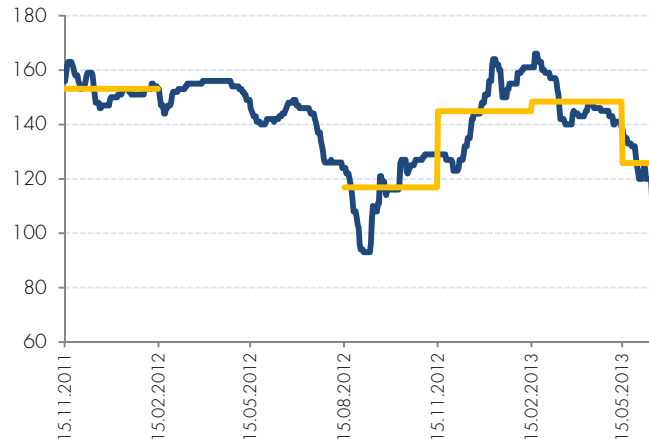
При этом объемы отгрузки железной руды покупателям в 1 кв. уменьшились на 15% кв./кв. и на 8% г./г., окатышей - на 7% кв./кв. и на 1% г./г. В 1 кв. 2013 г. произошло заметное перераспределение поставок в пользу РФ: доля в общих объемах повысилась с ~50% до 60% (+19% кв./кв. и +14% г./г. до 4,1 млн т), в частности, за счет долгосрочных контрактов с НЛМК, ММК (увеличены объемы по контракту) и Северсталью (контракт заключен в марте 2013 г.). Рост объемов экспорта в Юго-Восточную Азию составил 36% кв./кв. до 664 тыс. т при снижении отгрузок в Европу (-16% кв./кв. до 1,1 млн т) и Китай (-64% кв./кв. до 699 тыс. т).

Перераспределение части объемов на РФ

**Более низкие цены и объемы привели к сокращению показателей г./г., при их улучшении кв./кв. за счет временного роста цен**

На фоне более низких объемов отгрузки и цен реализации выручка в 1 кв. сократилась на 13% г./г., EBITDA - на 27% г./г. Наблюдавшееся в 1 кв. частичное восстановление цен на ЖРС привело к улучшению финансовых результатов относительно 2П 2012 г. Отметим, что оно, скорее всего, окажется временным, учитывая текущее снижение цен на железорудное сырье: средние спот-цены на ЖРС просели на 12,3% до 129 долл./т. Как следствие, финансовый результат 2 кв. может оказаться на уровне 4 кв. 2012 г. При этом на фоне слабого спроса поддержку продажам окажут подписанные долгосрочные соглашения с российскими металлургами на поставку окатышей и железорудного концентрата.

#### Восстановление цен на ЖРС (долл./т) было временным



Источник: Bloomberg

**Капзатраты могут быть профинансированы из операционного денежного потока, необходимости в новом долге нет**

На финансирование капвложений в 1 кв. было направлено 88 млн долл., что составляет 16-17% от годового плана в 500-550 млн долл. Напомним, что в 2014 г. и 2015 г. компания планирует капвложения на уровне до 700-750 млн долл. в год. Ключевыми инвестиционными проектами на ближайшие 3 года станут строительство фабрики окомкования №3 на Михайловском ГОКе и завода по выпуску ГБЖ на Лебединском ГОКе. По Удоканскому проекту капвложения в 2013 г. - 2014 г. могут составить еще до 150 млн долл. в год. Капзатраты, по нашим оценкам, могут быть профинансированы из операционных денежных потоков. Отметим, что дополнительным источником ликвидности для Металлоинвеста может стать доля в Норильском Никеле, оцениваемая в 1,1 млрд долл. (по текущим котировкам). У компании нет необходимости в новых заимствованиях, однако долг может привлекаться и в дальнейшем в целях улучшения структуры и сроков долгового портфеля.

**На плохом рынке дисконт к Евразу не выглядит избыточным**

В ходе продолжающейся коррекции рынков бонды METINR пострадали не так сильно, как бумаги Евраза, в результате спред EVRAZ 20 (купон 6,5%) - METINR 20 (купон 5,63%) расширился до 140 б.п., что отражает различие конъюнктуры на рынках стали и металлургического сырья. Мы не исключаем, что из-за спекулятивных распродаж на фоне снижения цен на сталь этот спред может расширяться еще больше. Рублевые выпуски эмитента предлагают УТР 8,4-8,6% @ март 2015 г. (=ОФЗ + 245 б.п.) и УТР 9,10% @ февраль 2018 г. (=ОФЗ + 290 б.п.), что выглядит дорогим.

## Уралкалий: калийный рынок не в лучшей форме

Результаты оцениваем негативно из-за слабой конъюнктуры

В начале недели Уралкалий (BBB-/Ваа3/BBB-) провел встречу с инвесторами и представил некоторые операционные и финансовые показатели за 1 кв. 2013 г., которые мы рассматриваем негативно из-за слабого спроса на рынке калия и продолжающегося давления на цены (вследствие существенной девальвации национальных валют стран Латинской Америки и Юго-Восточной Азии).

### Ключевые финансовые показатели Уралкалия

	1 кв. 2013	1 кв. 2012	изм.
Выручка, млн долл.	<b>738</b>	901	-18%
Чистая выручка*, млн долл.	<b>614</b>	780	-21%
Средняя приведенная цена реализации, долл./т			
Внутренний рынок	315	268	18%
Экспорт	313	376	-17%
Объемы продаж, млн т	1,9	2,1	-10%
Внутренний рынок	0,4	0,5	-20%
Экспорт	1,5	1,6	-6%

\*Выручка за вычетом расходов на ж/д, морские перевозки  
Источник: управленческие данные компании, оценки Райффайзенбанка

В 1 кв. 2013 произошло падение объемов продаж и цен

По данным управленческой отчетности, выручка в 1 кв. 2013 г. упала на 18% г./г. до 738 млн. долл., а чистая выручка (выручка за вычетом расходов на ж/д и морские перевозки) - на 21% г./г. до 614 млн. долл. Основными причинами стали сокращение средней приведенной экспортной цены реализации калия с 376 долл. до 313 долл./т, а также объемов продаж на экспорт с 1,6 до 1,5 млн. т в результате 1) ценовой коррекции во всем мире, вызванной сокращением субсидий на покупку удобрений в Индии в 2012 г. и существенной девальвацией валют большинства ключевых стран-потребителей калия из Латинской Америки и Юго-Восточной Азии; и 2) большей доле продаж в Китай в 1 кв. 2013 г., которые имеют минимальный netback по сравнению с другими экспортными рынками.

Продажи на внутреннем рынке также сократились с 0,5 млн т до 0,4 млн т, тогда как средние внутренние цены повысились с 268 до 315 долл./т из-за лага в один квартал по сравнению с мировыми ценами, а также изменения принципов ценообразования: так, с 1 января 2013 г. были отменены скидки российским производителям сложных удобрений (калий используется для производства NPK-удобрений) при продаже на внутренний рынок. Кроме того, цены для с/х производителей также выросли на 53% г./г. в результате отмены льгот, действовавших до вступления России в ВТО.

Долговая нагрузка не изменилась...

Уралкалий предоставил обновленные данные по долговой нагрузке. По данным на 1 июня 2013 г. общий долг составил 3,9 млрд. долл., а Чистый долг - 2,3 млрд. долл., или 1,0x EBITDA (за 2012 г.), практически не изменившись с начала года. После размещения 5-летних евробондов номиналом 650 млн долл. в конце апреля средняя эффективная ставка сократилась до 3,66%.

...однако выкуп акций может оказать давление на кредитные метрики

Однако после 1 июня компания одобрила покупку 6,4% собственных акций у одного из крупных акционеров, З. Муцоева, который, являясь депутатом Госдумы, как и другие представители власти, должен был отказаться от владения бизнесом и акциями до 1 июля в рамках антикоррупционного закона. Сделка (ее сумма составила около 1,3 млрд долл.) будет частично профинансирована за счет собственных средств. Кроме того, для этих целей компания рассматривает возможность доразмещение евробондов на 350 млн долл..

Кроме того, для поддержания котировок Уралкалий продолжает покупку собственных акций с рынка (общий объем программы buyback - 1,6 млрд долл. к настоящему моменту потрачено 736 млн долл.). Мы считаем, что котировки акций компании будут оставаться под давлением из-за негативной конъюнктуры, поэтому высока вероятность, что компании придется потратить все средства, зарезервированные под программу выкупа в ближайшие месяцы.

**Дальнейшее  
ослабление рынка на  
фоне роста долговой  
нагрузки**

Таким образом, по нашим предварительным оценкам, долговая нагрузка на конец года может приблизиться к верхней границе комфортного (в частности, для рейтинговых агентств) диапазона в терминах Чистый долг/LTM EBITDA 1,0-2,0х. Более того, если калийный рынок по-прежнему будет слабым, и цены новых контрактов с Китаем (планируется подписать в начале 4 кв. 2013 г.) снизятся по сравнению с предыдущим уровнем в 400 долл./т на базисе CFR, долговая нагрузка может превысить этот уровень, что может стать причиной пересмотра рейтинга компании.

**Бонды URKARM 18  
выглядят дорого**

Недавно размещенные бонды URKARM 18 (YTM 4.1%) котируются на 2 п.п. ниже номинала с доходностью на уровне кривой Газпрома, что, по нашему мнению, выглядит неоправданно разницей в кредитных рейтингах, а также отсутствием у Уралкалия квазисуверенного статуса. В текущих рыночных условиях мы рекомендуем продавать URKARM 18.

## 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.