

Пульс рынка

- ▶ **ФРС не разочаровала рынки.** Итогом двухдневного заседания FOMC стало продление до конца этого года программы TWIST, которая состоит в выкупе длинных облигаций (с погашением более чем через 6 лет) за счет продаж краткосрочных бумаг (с погашением менее чем через 3 года). Отметим, что масштаб интервенций в рамках второй части программы TWIST не изменится (44,5 млрд долл. покупок/продаж бондов казначейства ежемесячно). Таким образом будет выкуплено длинных бумаг на сумму 267 млрд долл. Несколько разочаровало участников рынка отсутствие намеков на QE3. Представители ФРС в очередной раз упомянули лишь, что напряженность на глобальных финансовых рынках создает заметный риск замедления экономики. Принимая во внимание приближающиеся президентские выборы, пролонгация программы TWIST является, по нашему мнению, максимумом того, что могла предложить ФРС для противодействия негативным тенденциям в американской экономике (в частности, повышение уровня безработицы, стагнация рынка недвижимости, снижение производственной активности). Ряд последних макроданных не остался незамеченным FOMC: по итогам заседания был несколько снижен прогноз по экономике, особенно, в части рынка труда. Индексы акций отреагировали на решение ФРС снижением, что, возможно, связано с фиксацией позиций, сформированных ожиданиями продления программы TWIST, которое впоследствии было отыграно.
- ▶ **Всплеск позитива на рынке госбумаг еврозоны в ожидании интервенций ЕЦБ** за счет EFSF. Вчера его представитель, ответственный за операции на открытом рынке, публично выступил в их поддержку. Госбумаги периферийных стран еврозоны вчера снизились в доходности: 10-летние бонды Испании и Италии опустились на 10-15 б.п. до YTM 6,7% и YTM 5,8%, соответственно. При этом доходность 10-летних BUNDS, напротив, выросла на 8 б.п. до YTM 1,6%, на фоне ровной динамики рынка UST. Стоит отметить, что рост оптимизма может иметь краткосрочный характер: представитель ЕЦБ также заявил, что политическое соглашение о фискальном пакте является необходимым условием для осуществления антикризисных мер. Также против использования средств EFSF для выкупа бондов проблемных стран еврозоны по-прежнему выступает Германия. Из сегодняшних событий в Европе интерес представляют результаты аукционов по размещению 2-, 3- и 5-летних бондов Испании номиналом 2 млрд евро. Давление на бумаги страны может усилиться сегодня после публикации итогов стресс-теста в отношении достаточности капитала испанских банков, проведенного независимыми международными консалтинговыми компаниями.
- ▶ **Рубль вновь под давлением дешевающей нефти.** Данные отчета EIA свидетельствуют о приросте коммерческих запасов нефти в США, который является нетипично высоким для текущего времени года, что указывает на спад потребления в условиях замедления экономической активности. Высокие запасы нефти в США вместе со слабыми данными PMI, отражающими ухудшение состояния в обрабатывающей отрасли, привели к снижению котировок нефти Brent на 4 долл. до 91,5 долл./барр. На открытии валютных торгов сегодня корзина отреагировала ростом на 45 копеек до 36,92 руб. Учитывая сегодняшнее ослабление рубля, можно сказать, что Минфину повезло с рыночной конъюнктурой при размещении вчера 7-летних ОФЗ 26208 номиналом 39 млрд руб.: спрос составил 28,7 млрд руб., размещено было 21,6 млрд руб. по номиналу с ценой отсечения 96,02% от номинала. Сегодня сделки проходят на уровне 95,85% от номинала. В целом цены на рынке ОФЗ просели на 20-50 б.п. по сравнению со вчерашним закрытием.

Темы выпуска

- ▶ **Макростатистика мая: позитив, надолго ли?**
 - ▶ **Мечел: план по снижению долговой нагрузки пока не реализуется**
-

Макростатистика мая: позитив, надолго ли?

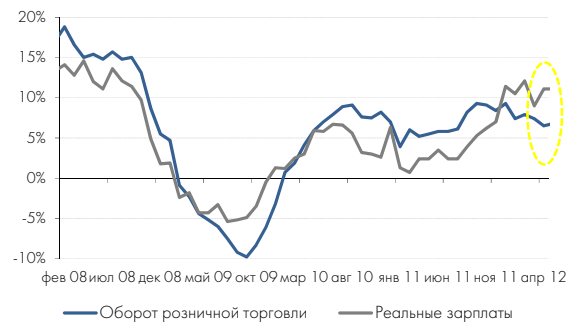
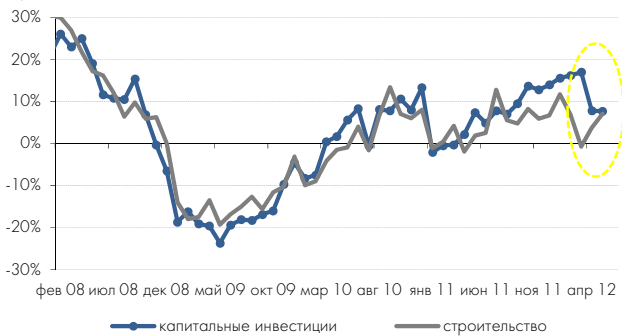
Позитивные тенденции апреля продолжились в мае

Макростатистика мая, которая демонстрирует сохранение позитивных тенденций апреля, в целом снижает опасения относительно возможного ослабления внутреннего спроса, которые могли возникнуть на фоне слабой статистики марта. Потребительская активность, поддерживаемая достаточно сильным и стабильным ростом заработных плат и кредитования, равно как и инвестиционная активность остаются высокими. Однако нужно учитывать, что, как и в случае с хорошими показателями промышленности, майские данные во многом подвержены положительному влиянию календарного эффекта.

Рост инвестиций стабилизируется, строительная активность повышается

В отношении инвестиционных показателей мы отмечаем стабилизацию темпов роста инвестиций в основной капитал на уровне 7,7% г./г. в мае против 7,8% г./г. месяцем ранее, что, однако, практически вдвое ниже, чем за 1 кв. 2012 г., когда на пике предвыборной активизации госрасходов, в том числе и инвестиционных, он достигал 12,1% г./г. В мае темпы роста инвестиций сравнялись с темпами роста строительства, которые в прошлом месяце ускорились до 7,1% г./г. против 3,8% г./г. в апреле. Отчасти это может объясняться квартальной сдачей проектов, когда объем строительных работ увеличивается к концу квартала. С другой стороны, как мы неоднократно отмечали, на показателе строительства позитивно могло сказаться приближение сдачи в эксплуатацию крупных инфраструктурных объектов в рамках АТЭС и нефтегазовой отрасли (подробнее см. наш обзор от 19 апреля).

Динамика капитальных инвестиций и строительства (% г./г.) и **Динамика оборота розничной торговли и реальных зарплат (% г./г.)**



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

Потребительская активность пока не подает сигналов сокращения спроса

После некоторого замедления рост розничного товарооборота в мае ускорился до 6,8% г./г. (6,5% в апреле), отражая, в первую очередь, сильную динамику заработных плат, рост которых усилился в последние два месяца до 11,1% г./г. (с учетом положительной коррекции Росстата) против 9,0% в апреле. Улучшению потребительских настроений способствует по-прежнему низкая инфляция, которая держится на уровне 3,7% г./г., а также нормализация ситуации на рынке труда, где безработица продолжает снижаться, составив в мае 5,4% против 5,8% в апреле. Правда, такое улучшение характерно для мая и летних месяцев, когда на росте занятости сказываются сезонные работы. Помимо этого, увеличению розничной активности способствует расширение потребительского кредитования (+14,7% с начала года), которое продолжается вопреки ухудшению условий фондирования для банков. Учитывая, что рост зарплат, как мы полагаем, будет во многом поддерживаться за счет ухудшения демографической ситуации, сильного замедления их роста мы не ждем. Между тем, некоторое сокращение темпов роста кредитования, которое может последовать за ухудшением внешнеэкономической ситуации, может стать основным сдерживающим фактором для роста потребительской активности.

Общее состояние российской экономики остается умеренно-позитивным

Принимая во внимание фактор неопределенности дальнейшего развития кризисных явлений в ключевых экономиках мира, а также ожидаемое во 2П 2012 г. ускорение инфляции, в последующие месяцы стоит ожидать более скромных темпов роста основных реальных макроиндикаторов. В то же время общее состояние российской экономики пока может расцениваться как умеренно-позитивное, что не создает предпосылок для каких-либо незамедлительных решений относительно ставок со стороны Центробанка.

Мечел: план по снижению долговой нагрузки пока не реализуется

Слабое начало года

Мечел (Moody's: B1/негативный), одна из ведущих российских горнодобывающих и металлургических компаний, опубликовала финансовые результаты по US GAAP за 1 кв. 2012 г., которые мы оцениваем умеренно негативно.

Выручка в 1 кв. 2012 г. не претерпела существенных изменений в сравнении с предыдущим кварталом, составив 2,9 млрд долл. (+0,7% кв./кв. и +0,5% г./г.). Рентабельность по EBITDA в 1 кв. продолжила снижаться (на 2,6 п.п. до 15,7%). Ухудшение операционных показателей кв./кв. обусловлено результатами добывающего сегмента (рентабельность по EBITDA которого сократилась на 13,8 п.п. до 30,9%) на фоне некоторого улучшения в металлургическом подразделении (показатель EBITDA вернулся в положительную область).

Негативным моментом отчетности стало сохранение тенденции к увеличению долговой нагрузки: с учетом обязательств по финансовому лизингу, отношение Чистый долг/LTM EBITDA выросло с 3,86x в 4 кв. до 4,23x, что было обусловлено как снижением кв./кв. показателя LTM EBITDA на 4% (до 2,3 млрд долл.), так и увеличением чистого долга на 461 млн. долл. до 9,7 млрд долл. за счет укрепления рубля к доллару (48% всего долга номинировано в рублях).

Ключевые финансовые показатели Мечела

в млн долл., если не указано иное	1 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.	1 кв. 2012	1 кв. 2011	изм.
Выручка	2 950	2 929	+1%	2 950	2 934	+0,5%
Валовая прибыль	975	934	+4%	975	1 021	-4%
Валовая рентабельность	33,0%	31,9%	+1,1 п.п.	33,0%	34,8%	-1,8 п.п.
EBITDA	463	536	-14%	463	567	-18%
Рентабельность по EBITDA	15,7%	18,3%	-2,6 п.п.	15,7%	19,3%	-3,6 п.п.
Чистая прибыль	233	224	+4%	233	338	-31%
Операционный поток	345	937	-2,7x	345	-347	-
Инвестиционный поток, в т.ч.	-276	-1 200	-4,3x	-276	-365	-24%
Капвложения	-276	-436	-37%	-276	-335	-18%
Финансовый поток	-305	363	-	-305	520	-

в млн долл., если не указано иное	31 марта 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	10 134	9 869	+3%
Краткосрочный долг	2 597	2 748	-5%
Долгосрочный долг	7 537	7 121	+6%
Чистый долг	9 694	9 226	+5%
Долг/EBITDA LTM*	4,43x	4,12x	-
Чистый долг/EBITDA LTM*	4,23x	3,86x	-

*EBITDA за предшествующие соответствующей дате 12 месяцев
Источники: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Повышение объема продаж в металлургическом сегменте...

Продажи металлургического сегмента кв./кв. возросли на 7% до 1,6 млрд долл., при этом общий объем реализации металлопродукции в физическом выражении (включая перепродажи) увеличился, по нашим оценкам, на 26% кв./кв. до 1,95 млн т, а цены на стальную продукцию просели на 5-7%. Наиболее значительный рост продаж отмечен в сегментах листового проката (+46% кв./кв. до 214 тыс. т) и товарной заготовки (+38% кв./кв. до 540 тыс. т). Увеличение продаж произошло за счет реализации накопленных запасов, при этом доля продукции, закупаемой у третьих сторон (для последующей перепродажи), снизилась в 1 кв. на 3 п.п. до 32%.

Изменение структуры продаж в пользу увеличения доли готовой продукции, а также снижение цен на сырье оказали позитивный эффект на показатель EBITDA сегмента, который в 1 кв. вышел в область положительных значений, составив 48,5 млн долл. (против убытка 49,8 млн долл. в 4 кв. 2011 г.).

... и спад в добывающем подразделении

По информации менеджмента, цены на стальную продукцию во 2 кв. остались на уровне 1 кв., в 3 кв. ожидается рост цен на строительный сортамент благодаря сезонному увеличению спроса. Спрос на внешнем рынке пока остается на низком уровне.

В добывающем сегменте снижение выручки продолжилось (на 12% до 933 млн долл.), обогнав спад продаж сырья (угля и руды) в физическом выражении, который, по нашим оценкам, составил ~6% до 7,8 млн т (включая внутригрупповые поставки). Слабая конъюнктура рынка угля сохранилась и в 1 кв.: цены на коксующийся уголь упали на 22% кв./кв. до 142 долл./т, а объемы продаж сократились на 6% до 3,18 млн т. Почти на треть снизились объемы продаж углей PCI (продукт с высокой добавленной стоимостью) по причине падения спроса в Европе.

Рентабельность добычи просела

Также наблюдалось сокращение добычи угля на 18% кв./кв. до 6,4 млн т., что обусловлено временной приостановкой добычи на некоторых шахтах Южного Кузбасса (которая была возобновлена в мае). Первые прямые поставки угля с Эльгинского месторождения планируются уже к концу июля после завершения строительства сезонной обогатительной фабрики, при этом общий объем добычи в 2012 г. с этого месторождения ожидается на уровне 1 млн т.

Ухудшение условий на рынке, а также укрепление рубля в 1 кв. и снижение доли продукции с высокой добавленной стоимостью оказали давление на рентабельность по EBITDA сегмента.

Во 2 кв. компания ожидает снижения денежной себестоимости благодаря 1) увеличению объемов (запуск добычи на шахте Сибиргинская), 2) ослаблению рубля, 3) сезонности 4) снижению затрат на персонал.

В текущем квартале менеджмент отмечает продолжающееся снижение цен на коксующий уголь на ~15%, при этом цены на угли PCI существенного изменения пока не претерпели. В 3 кв. ожидается небольшой рост цен на уголь.

Сокращение запасов поддержало операционный поток

Операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале составил скромные 227 млн долл. (на 29% и 35% ниже, чем, соответственно, в 4 кв. и в 1 кв. 2011 г.). За счет сокращения складских запасов (в сбытовой сети "Мечел Сервис Глобал" (МСГ) на 200 тыс. т) произошло высвобождение средств из оборотного капитала в объеме 118 млн долл. В результате операционного денежного потока (составившего 345 млн долл.) оказалось достаточно для финансирования инвестиционной деятельности, в которой большая часть пришлась на капитальные инвестиции (276 млн долл.). По информации менеджмента в апреле-мае сокращение складских запасов МСГ продолжилось (благодаря спросу со стороны строительного сектора): до конца года компания ожидает высвобождение из оборотного капитала порядка 500 млн долл.

На чистое погашение долга было направлено 275 млн долл. из накопленных денежных средств, объем которых сократился на 204 млн долл. Учитывая недавнее повышение порога ковенанты по показателю Чистый долг/EBITDA до 5,5x (в 2012 г.), увеличение долговой нагрузки Мечела в 1 кв. (главным образом, по причине снижения показателя LTM EBITDA и переоценки рублевой части долга) до 4,23x не является критичным. Во 2 кв. из-за заметного ослабления рубля к доллару долг, по оценкам менеджмента, снизился до <9 млрд долл.

Финансирование CAPEX в 2012 г. может воспрепятствовать сокращению долговой нагрузки

В 2012 г. капвложения Мечела составят 1,2 млрд долл., из которых 200 млн долл. будет направлено на поддержание существующих мощностей, а остальное - на развитие (в т.ч. на Эльгинский проект -350 млн долл., на модернизацию ЧМК - 320 млн долл., на расширение пропускной способности порта Посьет - 85 млн долл.). В случае дальнейшего ухудшения рыночной конъюнктуры финансирование капзатрат может стать фактором, препятствующим снижению долговой нагрузки. С другой стороны, позитивным моментом с точки зрения долга является начавшееся в 1 кв. высвобождение средств из оборотного капитала, что соответствует долгосрочной стратегии Мечела. По нашему мнению, компания смогла бы высвободить заметный объем средств, сократив товарное кредитование или часть бизнеса МСГ.

Краткосрочные риски рефинансирования долга незначительны

К середине мая Мечелу удалось рефинансировать 90% чистого краткосрочного долга (с погашением в 2012 г.), что существенно снижает краткосрочные риски. В течение 12 месяцев после отчетной даты эмитенту предстоит исполнить обязательства по выпускам Мечел-4 (УТР11% @ июль 2012 г.), Мечел-5 (УТР 11,7% @ октябрь 2012 г.) и БО-1 (УТМ 11,9% @ ноябрь 2012 г.) номиналом 15 млрд руб. По информации менеджмента, денежные средства в сумме с невыбранными кредитными линиями составляют 2 млрд долл.

Тем не менее, в среднесрочной перспективе кредитный профиль эмитента остается уязвимым, учитывая довольно большой (в сравнении с уровнем операционной прибыли и планами по капитальным инвестициям) долг к погашению в 2013 г. (1,9 млрд долл.) и в 2014 г. (2,7 млрд долл.).

Мы не ожидаем снижения долговой нагрузки в 2012 г.

Мы не ожидаем снижения долговой нагрузки Мечела в 2012 г. на фоне неблагоприятной конъюнктуры на рынках угля и стали (главным образом, из-за кризиса в Европе), а также по причине относительно высоких капитальных затрат. Кроме того, негативной новостью с этой точки зрения является решение Совета директоров компании о выплате дивидендов за 2011 г. общим объемом ~7,7 млрд руб. Также риск представляет возможный дефолт в сентябре связанных металлургических заводов (Эстар) по займу, предоставленному Мечелом. По условиям займа у компании появится право получить контроль над этими активами, что приведет к консолидации их обязательств на балансе и ухудшению показателей Мечела.

Облигации Мечела остаются под давлением продавцов

Обращающиеся облигации эмитента имеют низкую торговую ликвидность и предлагают УТМ 11-15% при дюрации 1-3 года, что соответствует премии к кривой Евразы более 200 б.п. и, по нашему мнению, является адекватной компенсацией за кредитный риск. Не исключено, что Мечел может вновь выйти на первичный рынок облигаций (зарегистрированы выпуски на сумму 15 млрд руб.), учитывая потребности компании в рефинансировании.

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Лукойл
Башнефть	Новатэк
БКЕ	Татнефть
Газпром	Транснефть
Газпром нефть	ТНК-ВР

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа банк	ВТБ
Азиатско-	ВЭБ
Тихоокеанский Банк	
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

Прочие

АФК Система

КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика апреля: в чем подвох?

Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

Инфляция

Инфляция: на низком старте

Валютный рынок

Мы пересматриваем прогнозы по платежному балансу и курсу рубля на 2012 г.

Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Промышленность

Промышленное производство: обманчивый рост

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Рублевая ликвидность: пора распечатывать казну

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ в марте

Бюджет

Бюджет РФ: улучшения ситуации с ликвидностью пока не ждем

Долговая политика

Пополнение Резервного фонда в долг

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
Павел Папин		(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская		(+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

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
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
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.