

## Пульс рынка

- **Ситуация на валютном рынке нормализуется.** Отсутствие жестких санкций против РФ (сегодня завершаются переговоры Б. Обамы с лидерами ЕС) способствует восстановлению курса рубля, который с начала прошлой недели укрепился к бивалютной корзине на 95 копеек и теперь находится в диапазоне (41,25-42,25 руб.), где ежедневные интервенции ЦБ РФ составляют 200 млн долл. Таким образом, в последние дни переток рублевых средств резидентов (компаний и физлиц) в валюту заметно снизился: по-видимому, ожидания дальнейшего ослабления рубля не столь высоки, чтобы компенсировать дифференциал между рублевыми и долларowymi ставками по депозитам в локальных банках (~7-10,3% по рублям и 1-5,5% по долларам). Кроме того, поддержку рублю оказывает и уплата налогов. На этом фоне сегодня котировки ОФЗ, скорее всего, продемонстрируют некоторый рост. Из наиболее интересных новостей на внешнем рынке стоит отметить снижение рейтинга Бразилии на 1 ступень до "BBB-" (из-за рисков замедления экономики и увеличения бюджетного дефицита). При этом сейчас суверенные бонды РФ предлагают премию 50-60 б.п., что свидетельствует о перепроданности российских бумаг (даже принимая во внимание негативный прогноз и возможное понижение рейтинга РФ на 1 ступень (сейчас BBB/Baa1/BBB). Однако позитивному восприятию РФ, безусловно, не способствует сложившаяся внешнеполитическая ситуация. В частности, комиссия по ценным бумагам и биржам США (SEC) требует от фондов, инвестирующих в РФ, особо акцентировать внимание клиентов на политических рисках, что не способствует снижению напряженности на рынке.
- **А. Клепач: инфляция в марте может подскочить до 0,9-1% м./м., в годовом выражении - до 6,9-7%.** Такой сценарий, исходя из недельной статистики Росстата, мы считаем вполне реалистичным. Цены растут ускоренными темпами в основном за счет удорожания плодоовощной продукции (в большей степени из-за ограниченности предложения), бензина (отыгрывает повышение акцизов и ослабление рубля), а также эффекта переноса девальвации на цены непродовольственных товаров. Даже с учетом этих факторов, со слов А. Улюкаева, МЭР пока видит цель в 5% до конца года достижимой. Мы считаем это все менее вероятным, ожидая какого-либо выраженного снижения инфляции с текущих уровней только во 2П 2014 г., и 5,7% по итогам года. Ускорение инфляции не создает предпосылок для снижения ключевой ставки на следующем заседании ЦБ 25 апреля.
- **Эта неделя принесет риски для коротких ставок МБК.** Мы ожидаем, что уплата самых крупных налогов месяца - НДС, части экспортных пошлин (до 25 марта) и налога на прибыль (до 28 марта) может привести к оттоку из банковской системы на счета Казначейства около 400 млрд руб. Кроме того, интервенции ЦБ, которые, хотя и сократились до 200 млн долл. в день (на фоне позитивной коррекции курса), продолжают оказывать негативное воздействие на ликвидность. Учитывая, что предлагаемых Казначейством РФ средств (110 млрд руб.) будет достаточно лишь для предстоящих на неделе погашений (да и то не в полной мере), логично ожидать, что компенсация оттока будет происходить в основном за счет РЕПО с ЦБ, средний уровень которого может и превысить 3 трлн руб. Новых лимитов ЦБ более чем достаточно, чтобы перекрыть отток: сегодня на неделю ЦБ предлагает рекордные 3,42 трлн руб., что позволяет дополнительно привлечь вплоть до 830 млрд руб., на 1 день в рамках "тонкой настройки" - 440 млрд руб. (зачисление сегодня). Однако реальные возможности банков по увеличению задолженности по РЕПО (сегодня на утро 2,7 трлн руб.) будут полностью зависеть от степени использования залога по нему, это и будет определяющим фактором для ставок. Между тем, коэффициент утилизации, скорее всего, уже находится на достаточно высоком уровне, подтверждением чему может служить, в частности, отсутствие избыточного спроса на последних аукционах. Кроме того, при одинаковой стоимости инструментов (8,0%) и высоком спросе на госрефинансирование объем фиксированного РЕПО снизился практически до нуля, а задолженность по валютным свопам с ЦБ выросла до локального максимума в 387 млрд руб., что, впрочем, в большей степени может быть связано с ситуацией на валютном рынке. Поскольку в таких условиях до конца недели рост дефицита ликвидности, скорее всего, продолжится, вполне вероятно, что в определенные дни краткосрочные ставки поднимутся выше 8,0%, даже если на валютном рынке будет относительно спокойно.

## Темы выпуска

- **Металлоинвест: ставка на российский рынок**

## Металлоинвест: ставка на российский рынок

**Компания переориентирует поставки на внутренний рынок...**

Вчера Металлоинвест (BB/Ba2/BB-) опубликовал финансовые результаты за 2013 г. по МСФО, которые свидетельствуют о дальнейшем ухудшении конъюнктуры рынка ЖРС и стали. Позитивный эффект от роста отгрузок (в целом на 3% в 4 кв.) был практически незаметен на уровне выручки (+0,85% кв./кв., 1,766 млрд долл.).

Отметим, что падение отгрузок в Китай продолжилось (-53% кв./кв. до 241 тыс. т). При этом, как и в предыдущие кварталы, объемы перераспределились в пользу РФ (+11% до 4,25 млн т) в рамках долгосрочных контрактов на поставку ЖРС и окатышей с Северсталью и ММК.

**... что позитивно сказалось на EBITDA**

В 4 кв. 2013 г. компании удалось увеличить EBITDA на 11% кв./кв. и рентабельность по EBITDA - на 2,6 п.п. до 30%, что на фоне снижения валовой прибыли может быть связано с оптимизацией коммерческих и общехозяйственных расходов, в т.ч. и в связи с переориентацией поставок на российский рынок (экономия на транспортных издержках). EBITDA за 2П 2013 г. оказалась на 10,8% г./г. выше, что отражает, главным образом, рост цен: средняя стоимость тонны железной руды в китайском порту Тяньцзинь (CFR) выросла на 15% г./г. В 1 кв. 2014 г. EBITDA должна заметно сократиться вследствие снижения средней цены на ЖРС (на 9% кв./кв. до 121 долл./т).

### Ключевые финансовые показатели Металлоинвеста

в млн долл., если не указано иное	2013	2012	изм.
Выручка	7 324	8 194	-11%
Валовая прибыль	3 411	4 048	-16%
EBITDA	2 240	2 553	-12%
Рентабельность по EBITDA	30,6	31,2	-0,6 п.п.
Чистая прибыль	1 080	1 727	-37%
Чистая рентабельность	14,7%	21,1%	-6,4 п.п.
Операционный денежный поток	1 311	1 848	-29%
Отток по инвестиционной деятельности, в т.ч.	-907	-53	+17x
Капвложения	-478	-463	+3%
Отток по финансовой деятельности	-320	-2 493	-87%
в млрд руб., если не указано иное	31 дек.2013	31 дек. 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	5 965	6 471	-8%
Краткосрочный долг	190	338	-44%
Долгосрочный долг	5 775	6 133	-6%
Чистый долг	5 443	6 003	-9%
Чистый Долг/EBITDA	2,43x	2,35x	

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Операционного потока достаточно для финансирования инвестиций**

По итогам года операционного потока (2,1 млрд долл.) с запасом хватило для финансирования капитальных вложений (478 млн долл., без учета затрат на разработку и оценку месторождений) и процентных платежей (412 млн долл.). Чистый долг сократился на 560 млн долл., но его отношение к показателю LTM EBITDA повысилось до 2,43x. На 2014 г. на CAPEX планируется направить 750 млн долл., что ограничивает потенциал для снижения долговой нагрузки. Ковенанта Чистый долг/LTM EBITDA по евробонду METINR 20 установлена на уровне 3,5x.

**Риски рефинансирования минимальны**

Риски рефинансирования краткосрочного долга незначительны: его доля в портфеле не превышает 5% и полностью покрывается накопленными денежными средствами. В марте 2014 г. Компания договорилась о привлечении нового PXF-кредита на 1,1 млрд долл. с погашением 2016-2019 гг., который будет использован для рефинансирования имеющегося кредита. Напомним, что, несмотря на негативную конъюнктуру сырьевого рынка, в феврале S&P повысило рейтинг компании на 1 ступень до BB.

**Зависимость  
бизнеса от Украины  
незначительна**

Мы отмечаем, что менеджмент оценивает зависимость бизнеса от Украины как низкую: 1) отгрузка продукции в страну составляет менее 0,1% в общем объеме; 2) транзит по ее территории на экспорт в Европу может быть перенаправлен через российские морские порты, ж/д маршрут через Беларусь, балтийские порты, при этом из-за девальвации рубля расходы по транспортировке до российских черноморских портов существенно ниже, чем до украинских.

Наша рекомендация продавать METINR 20 от 10 декабря 2013 г. реализовалась: доходность выросла на 187 б.п. до YTM 8%, спред к PGILLN 20 расширился на 90 б.п. Мы не видим потенциала для сужения спредов.

## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Рост ВВП РФ в 2013 г. — 1,3%

МЭР прогнозирует рост ВВП в 1 кв. 2014 г. только на 1%

### Инфляция

Инфляция в январе: на шаг ближе к 6%

Инфляция: так ли страшен валютный шок?

### Валютный рынок

«Мифы» о рубле

Минфин не выйдет на открытый валютный рынок с покупками, пока ЦБ проводит интервенции

В новый год без целевых интервенций

Рубль и валюты других стран GEM: есть разница

### Монетарная политика ЦБ

Заседание ЦБ по ставкам завтра: без перемен

### Рынок облигаций

Нерезиденты или резиденты чаще «угадывают» рынок ОФЗ?

Euroclear начнет расчеты с локальными негосударственными облигациями, но не со всеми

Рынок облигаций так и не увидит пенсионные накопления за этот год

### Платежный баланс

А. Клепач: отток капитала будет больше влиять на курс рубля, чем цены на нефть

Ухудшение платежного баланса усиливает риски ослабления рубля

### Ликвидность

Курс рубля и ставки денежного рынка: сильна ли связь?

В феврале продолжится тенденция к ухудшению условий на денежном рынке

### Бюджет

Дефицит федерального бюджета в 2013 г. — 310,5 млрд руб., или 0,5% ВВП

Конвертация трансферта в Резервный фонд на открытом рынке: быть или не быть

### Долговая политика

План по заимствованиям: объем в обмен на премию

### Банковский сектор

В декабре банки РФ сократили корпоративное кредитование

ЦБ приведет нормативы ликвидности к стандартам Базель 3

Минфин предлагает повысить отчисления в ССВ

Еще 3 банка ушли с рынка

Уточнение к Базель 3: не всякая санация приводит к loss-absorption

## 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	Транснефть
Газпром нефть	
Лукойл	

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Русал
Евраз	Северсталь
Кокс	ТМК
Металлоинвест	Nordgold
ММК	Polyus Gold
Мечел	Uranium One
НЛМК	
Норильский Никель	
Распадская	

### Транспорт

НМТП	Brunswick Rail
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансконтейнер	

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Лента
Магнит	
О'Кей	

### Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

### Машиностроение

Гидромашсервис

### Электроэнергетика

РусГидро  
ФСК

### Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

### Прочие

АФК Система

### Финансовые институты

АИЖК	Банк Центр-инвест	КБ Ренессанс Капитал	Промсвязьбанк
Альфа-Банк	ВТБ	ЛОКО-Банк	РСХБ
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ЕАБР	МКБ	Сбербанк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	НОМОС Банк	ТКС Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	ОТП Банк	ХКФ Банк

## 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

---

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

### Торговые операции

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. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.