

Пульс рынка

- **Надежды на QE3 не оправдались.** В выступлении Б. Бернанке перед Конгрессом не содержалось предложений (или намеков) о дополнительном стимулировании экономики (прежде всего, QE3), в ожидании чего рынки рискованных активов продемонстрировали заметный отскок от локальных минимумов. Глава ФРС заявил лишь, что для решения вопроса по QE3 необходимо оценить состояние американской экономики, которая, по его оценкам, продолжает умеренный рост. Таким образом, как мы и предполагали, ФРС в преддверии президентских выборов в США занял выжидательную позицию, несмотря на появление признаков ухудшения экономических условий (прежде всего, роста безработицы). В ответ на призывы к проведению антикризисных действий А. Меркель подтвердила (на встрече с премьер-министром Великобритании) свою позицию: первостепенным является вопрос формирования фискального союза. Хорошая новость пришла из Испании: спрос на 10-летние бонды номиналом 2 млрд евро превысил предложение в 3,26 раза, что привело к снижению их доходностей на вторичном рынке на 25 б.п. до YTM 6%. Снижение рейтинга Испании агентством Fitch на три ступени до BBB никак не отразилось на вторичном рынке госбумаг (кредитные спреды которых предполагают рейтинг уровня BB). По-видимому, среди некоторых инвесторов есть уверенность в том, что Испания сможет избежать развития событий по греческому сценарию.
- **Неоднозначная реакция на монетарное смягчение в Китае.** Несмотря на то, что последняя макростатистика указывала на замедление китайской экономики, вчерашнее решение регулятора снизить ключевые процентные ставки на 25 б.п. (до 6,31% по операциям предоставления ликвидности и 3,25% по депозитам) стало неожиданностью для рынка, реакция которого была неоднозначной. Позитивный эффект от смягчения монетарной политики был нивелирован ростом ожиданий в отношении выхода слабых данных за май (что на самом деле и стало основанием для снижения ставок). Кроме того, в условиях замедления экономик развитых стран перед Китаем стоит непростая задача переориентации на внутреннее потребление, для чего, по-видимому, требуется осуществление структурных реформ.
- **На фоне новой порции внешнего негатива сегодня бивалютная корзина снова растет.** На открытии торгов она подорожала почти на 40 копеек. Мы полагаем, что в подкоридоре 35,65-36,48 руб., где сейчас торгуется рубль, ЦБ продает до 100 млн долл. ежедневно, а выше 36,48-37,32 руб. - увеличивает интервенции до 200 млн долл. в день. С учетом возросшей волатильности в ближайшее время мы допускаем внутрисдневные колебания курса рубля к корзине +/- 60 копеек. Смогут ли продажи валюты экспортерами с началом нового налогового периода 15 июня укрепить позиции рубля будет зависеть от итогов парламентских выборов в Греции 17 июня, нежелательный исход которых может повлечь новую волну бегства в качестве и дальнейшего ослабления российской валюты.
- **Повышение рейтинга отразило сильный кредитный профиль Северстали.** Агентство Moody's повысило рейтинг Северстали на одну ступень до Ba1/стабильный, который является максимальным в сравнении с рейтингами S&P (BB) и Fitch (BB-). Основанием стало улучшение финансовых показателей (в частности, снижение долговой нагрузки до уровня 1,7х в терминах отношения Долг/ЕБИТДА) и конкурентоспособная структура издержек, что является следствием высокой степени вертикальной интеграции (полная обеспеченность углем и ЖРС). Мы полностью разделяем мнение агентства. Длинные бонды SeverStal 17 в сравнении с кривой ВымпелКома, по нашему мнению, выглядят дорого.

Темы выпуска

- **Норильский Никель: образовался долг за счет выкупа акций**
-

Норильский Никель: образовался долг за счет выкупа акций

Нейтральные
результаты за 2П
2011 г.

Норильский Никель (BBB-/Ваа2/BB+), крупнейший в мире производитель никеля и палладия, опубликовал пресс-релиз по финансовым результатам по МСФО за 2011 г., которые мы оцениваем нейтрально и сохраняем свой позитивный взгляд на кредитный профиль компании. Выручка во 2П снизилась п./п. на 7,5% до 6,8 млрд долл., при этом рентабельность по EBITDA почти не изменилась, составив 51,5%. Чистый краткосрочный долг вышел в область положительных значений по причине выкупа собственных акций, на который во 2П было потрачено 5,2 млрд долл. Долговая нагрузка в терминах отношения Долг/LTM EBITDA увеличилась с 0,3х до 0,7х, но остается низкой.

Ключевые финансовые показатели НорНикеля

в млн долл., если не указано иное	2П 2011	1П 2011	изм.	2011	2010	изм.
Выручка	6 787	7 335	-7%	14 122	12 775	+10%
Воловая прибыль	4 112	4 217	-2%	8 329	7 892	+5%
Воловая рентабельность	60,6%	57,5%	+3,1 п.п.	59,0%	61,8%	-2,8 п.п.
EBITDA	3 496	3 743	-7%	7 239	7 209	0%
Рентабельность по EBITDA	51,5%	51,0%	+0,5 п.п.	51,3%	56,4%	-5,1 п.п.
Чистая прибыль	1 808	1 818	-1%	3 626	3 089	+17%
Операционный поток	2 924	1 778	+64%	4 702	5 514	-15%
Инвестиционный поток, в т. ч.	-654	-1 222	-1,9х	-1 876	-1 443	+30%
Капитальные вложения	-1 186	-1 046	+13%	-2 232	-1 728	+29%
Финансовый поток	-3 542	-3 102	+14%	-6 644	-2 034	+3,3х
в млн долл., если не указано иное				31 дек. 2011	30 июня 2011	изм.
Краткосрочный долг				2 754	1 568	+76%
Долгосрочный долг				2 401	774	+3,1х
Совокупный долг				5 155	2 342	+2,2х
Чистый долг*				3 528	-830	-
Долг/LTM EBITDA**				0,7х	0,3х	-
Чистый долг/ LTM EBITDA**				0,5х	отриц.	-

*без учета банковских депозитов

**EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Выручка отразила
коррекцию цен на
цветные металлы...**

Снижение выручки компании во 2П произошло, преимущественно, по причине ценовой коррекции на сырьевых рынках: никель подешевел на 10,6%, медь - на 6,6%, палладий - 5,3%, платина - 3,5% (согласно ценам реализации НорНикеля). Тем не менее, объемы производства никеля и меди оказались выше п./п. на 17,5% и 4,9% до 159 тыс. т и 194 тыс. т, соответственно. Стоит отметить, что рост производства произошел только за счет российского и финского подразделений, а также в связи с началом производства в Австралии, в то время как в Африке продолжился спад (на 9% до 7,2 тыс. т). Поскольку объем запасов на балансе сократился на 5%, можно считать, что во 2П объем продаж в физическом выражении увеличился (в основном благодаря сезонности).

**... в то время как
объемы производства
подросли**

**Позитивный эффект от
снижения денежной
себестоимости....**

Денежная себестоимость (cash cost) сократилась на 22% в основном благодаря снижению затрат на приобретение металлов и ломов (на 67% до 300 млн долл.), что привело к увеличению валовой рентабельности с 57,5% до 60,6%. Тем не менее, этот позитивный эффект на уровне операционной прибыли был нивелирован ростом 1) коммерческих расходов (увеличение расходов на уплату таможенной пошлины (+18%) из-за повышения пошлин на никель и медь) и 2) административных расходов (+30%) по причине увеличения ЕСН и зарплат.

**... был нивелирован
повышением налогов
и затратами на
персонал**

Напомним, что весной 2011 г. Правительство РФ изменило методику расчета экспортных пошлин на никель, поставив их ставки в зависимость от средних цен на металл на LME. Ранее действовала фиксированная ставка в 10% от таможенной стоимости. Кроме того, негативное влияние оказал убыток от обесценения основных средств и нематериальных активов (243 млн долл.). Все эти факторы привели к снижению операционной прибыли на 15,8% п./п. (до 2,8 млрд долл.).

Снижение инвестиций в оборотный капитал	Несмотря на снижение показателя EBITDA на 7%, денежный поток от операционной деятельности увеличился на 64% до 2,9 млрд долл., что объясняется сокращением во 2П финансирования оборотного капитала (с 1 млрд долл. до -100 млн долл.). На инвестиционную деятельность было направлено 654 млн долл., что почти в два раза ниже, чем в 1П.
Выкуп акций ожидаемо увеличил долг	Выкуп собственных акций во 2П (на 5,2 млрд долл.) был осуществлен, главным образом, за счет денежных средств (объем которых сократился на 1,5 млрд долл.) и привлечения нового долга (в размере 2,8 млрд долл.). Стоит отметить, что увеличение чистого долга до положительного уровня (3,5 млрд долл., против -830 млн долл. в 1П 2011 г.) не стало неожиданным (см. наш комментарий от 14 ноября 2011 г.).
CAPEX на 2012 г. составляет половину LTM EBITDA	<p>План по капитальным инвестициям на этот год составляет 3,2 млрд долл. (что будет профинансировано из операционной деятельности, LTM EBITDA = 7,2 млрд долл.) и включает, в частности, продолжение реализации проекта по освоению полиметаллических месторождений Забайкальского края (Быстринское месторождение меди, золота, серебра и железа, Бугдаинское молибденовое месторождение), модернизацию производственных мощностей Заполярного филиала, строительство ледокола-контейнеровоза.</p> <p>В случае отсутствия сделок M&A и buy-back по итогам 2012 г. чистый долг может вновь стать отрицательным. Высокая рентабельность обуславливает комфортный запас прочности к ухудшению конъюнктуры на сырьевых ранках, прежде всего, в связи с обострением кризиса в Европе, на долю которой приходится 55% продаж никеля и 68% - меди. Однако в случае развития событий по негативному сценарию (неконтролируемый развал еврозоны) операционные показатели компании, на наш взгляд, могут заметно ухудшиться, осложнив осуществление инвестиционных проектов (часть из которых может быть заморожена).</p>
Бумаги эмитента выглядят дорого	На рынке облигаций компания представлена лишь одним выпуском НорНикель БО-3 (YTM 7,7% @ июль 2013 г.), который крайне неликвиден и имеет спред к ОФЗ около 100 б.п. при том, что сейчас квазисуверенные выпуски котируются со спредом к кривой ОФЗ более 120 б.п.

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

Промпроизводство продолжает сбавлять обороты

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Ликвидность из бюджета

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.