

Пульс рынка

- **Рынки взяли паузу после быстрого роста.** Вчера, после сильного подъема индексов акций накануне, финансовые рынки замедлили рост. Небольшое снижение доходностей 10-летних UST (на 2 б.п. до YTM 1,78%) способствовало продолжению ценового роста суверенных бондов РФ на 1 п.п. до 119% (еще на 5 п.п. отстает от максимума 2012 г.). Данные по рынку труда США (число первичных заявок на пособия по безработице) не свидетельствуют об ухудшении ситуации, однако и улучшений пока не наблюдается. Сегодняшний день будет более богатым на статистику: будут опубликованы объем розничных продаж и значение индекса настроений потребителей, которые могут стать еще одним подтверждением негативного влияния повышения налогов на экономику США. Из новостей второго плана стоит отметить увеличение "цены" спасения Кипра с 17 млрд евро до 23 млрд евро (на основе оценки Еврокомиссии и ЕЦБ) по причине более сильного, чем предполагалось ранее, спада в экономике. По-видимому, дополнительные 5 млрд евро Кипру придется находить за счет более жесткой реструктуризации, а не за счет "тройки".
- **Бюджет в помощь.** По данным Минфина, федеральный бюджет за 1 кв. 2013 г. исполнен с дефицитом в 0,9% ВВП (~141 млрд руб.), главным образом, из-за февраля, когда наблюдался характерный для этого месяца сезонный "провал" по сборам НДС. То, что дефицит сейчас больше, чем за аналогичный период 2012 г., когда он составлял 0,5% ВВП (или 70 млрд руб.), объясняется менее интенсивным приростом нефтегазовых доходов (25% от плана в 1 кв. 2013 г. против 28% в 1 кв. 2012 г.), тогда как неконъюнктурные доходы растут так же динамично (23% от плана в 1 кв.). Новые данные лишь подтверждают наши ранние предположения, что негативный эффект на ликвидность от бюджета в 1 кв. 2013 г. был намного меньше, чем годом ранее. По нашим оценкам, консолидированный бюджет в 1 кв. стерилизовал ~500 млрд руб., и это на ~200 млрд руб. меньше, чем в 1 кв. 2012 г. Подчеркнем, что общий нетто-эффект изъятия ликвидности от деятельности Минфина в 1 кв. 2013 г. оказался гораздо меньше, чем в 2012 г. (~680 млрд руб. против 1,3 трлн руб. ранее) из-за менее крупных возвратов депозитов Казначейству, а также ввиду значительных погашений госбумаг. В апреле мы прогнозируем усиление оттока средств в связи с бюджетом (налоги начнутся на следующей неделе) и сезонным ростом наличности в обращении. Из немаловажных факторов, способствующих смягчению напряженности на денежном рынке, мы отмечаем активизацию размещений депозитов Казначейством, причем со значительным удлинением сроков. Так, первый в этом году аукцион ведомства по размещению 50 млрд руб. на 3 месяца завершился удачно - банки выбрали весь заявленный объем по ставке 6,7% (при мин. 6,5%), а соотношение спроса к предложению составило 1,3х.
- **МЭР понизило прогноз по росту ВВП в 2013 г. до 2,4% (3,6% ранее).** Основанием стали ожидания более медленного роста инвестиций (4,6% против 6,5% ранее), промышленности (до 2%), оборота розничной торговли (4,3% против 5,4%). Мы разделяем опасения МЭР, и с учетом текущих стагнационных тенденций наиболее вероятным в 2013 г. видим темп роста ВВП в диапазоне 2-3%. Изначально наши ожидания были более пессимистичны, чем у МЭР. А недавно мы также снизили прогноз по росту промышленности до 2%. Однако мы считаем преждевременным снижать оценку роста инвестиций (6%) и розничного товарооборота (5%) на основании плохих результатов только 2-х месяцев (в т.ч. из-за статистических эффектов). Помимо инвестиций, угроза нашему базовому прогнозу ВВП (3% в 2013 г.) в основном состоит в более сильном замедлении потребления (ограниченный потенциал роста реальных зарплат, меньшая кредитная активность, рост инфляционных ожиданий), а также сокращении профицита торгового баланса (при более низкой цене на нефть и/или более быстром росте импорта).
- **РЕСО-Гарантия (S&P: BB+) решила обойтись без ВСК.** По данным СМИ, компания отказалась от покупки (ранее планировалось приобрести блокирующий/контрольный пакет). Основанием стало неблагоприятное развитие страхового рынка (в частности, усиление надзора). Сейчас под кредит на 1,64 млрд руб. в залоге у РЕСО-Гарантии находится 25%+1 акций ВСК. Таким образом, как мы и предполагали, основной причиной активности эмитента на долговом рынке (с сентября 2012 г. были размещены бумаги на 13 млрд руб.) является инвестиционная активность на рынке ценных бумаг. Недавно размещенный 3-летний выпуск с YTP 9,41% выглядит дорогим, лучшей альтернативой являются бумаги Абсолют Банка.

Темы выпуска

- **Евраз: вошел в режим повышенной долговой нагрузки**

Евраз: вошел в режим повышенной долговой нагрузки

Результаты оцениваем умеренно негативно

EVRAZ plc (B+/Ba3/BB-) опубликовал финансовые результаты за 2П 2012 г. и весь 2012 г. по МСФО, которые мы оцениваем умеренно негативно. Динамика показателей во 2П 2012 г. в целом соответствует тенденциям в отрасли, однако, по рентабельности Евраз (11,8%) отстает от уже представивших результаты за 2П 2012 г. Северстали (13,3%) и НЛМК (15,0%).

Долговая нагрузка превысила 3,0x Чистый долг/ЕБИТДА, и пока потенциала для ее снижения мы не видим

При этом, в отличие от Северстали и НЛМК, долговая нагрузка Евраза на середину 2012 г. и так была достаточно высокой (2,5x Чистый долг/ЕБИТДА), а по итогам 2012 г. в результате снижения ЕБИТДА превысила 3,0x (1,9x у конкурентов). Пока мы не видим потенциала для ее снижения, поскольку ситуация на рынках стали и сырья по-прежнему не внушает оптимизма. Также сокращению долговой нагрузки не будет способствовать консолидация с января 2013 г. Распадской (3,1x Чистый долг/ЕБИТДА). Напомним, что ранее Евраз договорился с кредиторами об изменении ковенанты по некоторым своим кредитам с 3,0x до 3,5x Чистый долг/ЕБИТДА и об отмене ковенанты по евробонду Evraz 2015 (3,5x Чистый долг/ЕБИТДА).

Положительным моментом по-прежнему остается то, что риски рефинансирования для компании несущественны - накопленные денежные средства и краткосрочные депозиты (~2 млрд долл.) полностью покрывают краткосрочный долг. Также компания имеет невыбранные кредитные линии в общем объеме 1,15 млрд долл. (из них 421 млн долл. - подтвержденные).

Ключевые финансовые показатели Евраза

в млн долл., если не указано иное	2П 2012	1П 2012	изм.	2012	2011	изм.
Выручка	7 107	7 619	-7%	14 726	16 400	-10%
Валовая прибыль	1 339	1 590	-16%	2 929	3 927	-25%
Валовая рентабельность	18,8%	20,9%	-2,1 п.п.	19,9%	23,9%	-4 п.п.
ЕБИТДА	837	1 175	-29%	2 012	2 898	-31%
Рентабельность по ЕБИТДА	11,8%	15,4%	-3,6 п.п.	13,7%	17,7%	-4 п.п.
Чистая прибыль	-285	-50	-	-335	453	-
Операционный поток	1 054	1 089	-3%	2 143	2 647	-19%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-1 074	-470	+2,3x	-1 544	-1 188	+30%
Капвложения	-696	-565	+23%	-1 261	-1 281	-2%
Финансовый поток	-401	359	-	-42	-1 282	-30,5x

в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2012	30 июня 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	8 169	7 816	+4%
Краткосрочный долг	1 785	1 533	+16%
Долгосрочный долг	6 384	6 283	+2%
Чистый долг*	6 184	6 053	+2%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM**	3,1x	2,5x	-

*Рассчитан с учетом краткосрочных депозитов (674 млн долл.), а также долга (79 млн долл.) и денежных средств (70 млн долл.) группы активов, удерживаемых для продажи

**ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Слабая ценовая конъюнктура и изменение структуры продаж привело к снижению выручки ...

Во 2П 2012 г. ухудшение конъюнктуры на ключевых для металлургических компаний рынках продолжилось. В частности, средние цены реализации стальной продукции Евраза в РФ снизились на 3,5% п./п., в Северной Америке - на 8% п./п., железорудной продукции (окатышей) - в среднем на 5% п./п., и более существенно на концентрат коксующегося угля - на 19% п./п. Дополнительное давление на выручку оказало снижение объемов продаж стальной продукции в РФ на 3% п./п. до 5,4 млн т, преимущественно, рельс (-32% п./п. до 534 тыс. т), в результате закрытия на плановую модернизацию рельсобалочного цеха на ЗСМК с апреля и до конца 2012 г. В итоге выручка сократилась на 7% п./п. до 7,1 млрд долл.

... и рентабельности по EBITDA

Рентабельность по EBITDA стального сегмента во 2П 2012 г. осталась практически на уровне предыдущего полугодия (-0,4 п.п. до 9,6%) благодаря некоторому снижению затрат на сырье, что было нивелировано изменением структуры продаж, в частности, сокращения реализации более высокомаржинальной рельсовой продукции (-32% п./п.) при росте продаж полуфабрикатов (+3%). В то же время рентабельность сырьевого сегмента из-за падения цен на железную руду и коксующийся уголь, а также повышения производственной себестоимости (cash cost) железорудной продукции для компании в РФ (+2% п./п.) снизилась, по нашим оценкам, почти вдвое с 30,1% до 16,2%. Общая рентабельность компании во 2П 2012 г. сократилась на 3,6 п.п. до 11,8%.

Осторожные прогнозы на 2013 г.

Менеджмент компании воздерживается от каких-либо оптимистичных прогнозов в отношении цен на сырье и стальную продукцию в 2013 г., при этом ожидая, что объемы продаж строительному сектору в РФ останутся на уровне 2012 г. Также с запуском с января 2013 г. рельсобалочного производства можно ожидать улучшения структуры продаж и рентабельности (при условии, что не произойдет существенного ухудшения конъюнктуры).

Капзатраты полностью профинансированы из операционного потока

Во 2П 2012 г. операционный денежный поток остался практически на уровне предыдущего полугодия - 1 млрд долл. благодаря высвобождению средств из оборотного капитала (285 млн долл. против 125 млн долл. в 1П). Капзатраты в объеме 696 млн долл. были полностью профинансированы из операционного денежного потока. В 2013 г. компания прогнозирует, что оборотный капитал останется на уровне 2012 г. за счет высвобождения запасов на американских мощностях при росте рабочего капитала в связи с запуском рельсобалочного цеха.

За год в целом капвложения составили 1,3 млрд долл., из них более 50% (657 млн долл.) - это затраты на поддержание существующих мощностей, 143 млн долл. было направлено на модернизацию рельсобалочного цеха на ЗСМК, 135 млн долл. - на шахту Ерунаковская-VIII, около 109 млн долл. - на установку системы пылеугольного топлива (PCI) на НТМК и ЗСМК.

Капвложения в 2013г. запланированы на 10% ниже, чем в 2012г.

На 2013 г. капзатраты запланированы на уровне 1,1 млрд долл. (~-10% г./г., дополнительно возможны капвложения в Распадскую в объеме 150 млн долл.). Основными проектами будут шахта Ерунаковская-VIII (108 млн долл.), Межегейское угольное месторождение (111 млн долл.), еще около 63 млн долл. будет направлено на рельсобалочный цех на ЗСМК, 49 млн долл. - на строительство прокатного стана Восточный в Казахстане. В случае резкого ухудшения рыночных условий у компании есть возможность сократить капвложения.

Сделки M&A в 1 кв. 2013 г. не окажут существенного давления на долговую нагрузку

В течение 2012 г. для снижения рисков рефинансирования Евраз привлекал заемные средства, которые размещались на счетах компании (денежные средства и эквиваленты выросли с 800 млн долл. до 2 млрд долл.), поскольку в марте 2013 г. предстояла оферта по ЕвразХолдинг-1,3, а в апреле - погашение EVRAZ 2013 номиналом 1,3 млрд долл. Отметим, что компания прошла оферту по рублевым облигациям, выкупив большую их часть (12 из 15 млрд руб.), а 24 апреля ей предстоит погасить евробонд.

Покупка контрольной доли в Распадской не окажет существенного давления на долговую нагрузку, поскольку денежная составляющая сделки - всего 202 млн долл., будет выплачиваться 4 равными ежеквартальными платежами, приобретение 51% доли в железорудном проекте Тимир у Алросы за 160 млн долл. также будет осуществляться частями. При этом поддержку ликвидности может оказать потенциальная продажа южно-африканского подразделения Evraz Highveld за 320 млн долл. (пока подписано предварительное необязывающее соглашение).

Новые евробонды Евразы могут разместиться с премией к рынку

Еврооблигации Евразы котируются с премией к кривой ВимпелКома в 115 б.п., что, по нашему мнению, оправданно, учитывая негативную конъюнктуру рынка стали при относительно высокой долговой нагрузке компании. Лучшей альтернативой бумагам Евразы мы считаем METINR 16, которые выглядят недооцененными (премия составляет 55 б.п.) в сравнении с кривой доходностей Северстали (в свете недавнего повышения рейтинга Металлоинвеста на одну ступень до Ba2 от Moody's). Для получения риска Евразы с премией к рынку стоит обратить внимание на начавшееся размещение/маркетинг его 7-летних бондов.

Рублевые облигации выглядят дорого

На рублевом рынке облигации Евразы, на наш взгляд, выглядят дорого, котируясь с YTW 9-9.25% к погашению/оферте через 2-3 года.

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	

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 февраля: "пациент" скорее жив...

Платежный баланс

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

Инфляция

Инфляцию подогрели алкоголь и сигареты

Валютный рынок

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

Курс рубля «пустился в бега»

Монетарная политика ЦБ

Решение ЦБ по ставкам: медлить нельзя понизить

Заседание ЦБ обошлось без сюрпризов

Вечная дилемма ЦБ, или как не поддаваться искушению

Э. Набиуллина была выдвинута на пост главы ЦБ: сюрприз с оттенком консервативности

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 перешла в отступление?

Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

Ликвидность

Новый штурм 2-триллионных высот РЕПО намечен на апрель?

Конвертация трансферта в Резервный фонд — новый канал ликвидности от Минфина?

ЦБ РФ: реформа рефинансирования

Бюджет

Бюджетная анти-диета

Долговая политика

Комфортный план Минфина по заимствованию

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.