

Пульс рынка

- ▶ **FOMC делает даже больше, чем ожидают инвесторы, но бессилён против fiscal cliff.** Итогом 2-дневного заседания стало продление программы TWIST по увеличению дюрации гособлигаций на балансе ФРС: ежемесячно гособлигации будут выкупаться на сумму 45 млрд долл. Также FOMC привязал свою денежно-кредитную политику (ДКП) к макроэкономическим индикаторам: вопрос о повышении ключевых ставок (ужесточение ДКП) будет рассматриваться лишь после того, как безработица снизится до 6,5% (в ноябре - 7,7%), при этом ФРС готова смириться с краткосрочным повышением инфляции до 2,5% (в октябре - 2,2% г./г.). Тем не менее, в ходе пресс-конференции Б. Бернанке заявил, что у ФРС нет инструментов для полной компенсации потерь от fiscal cliff. Напомним, что программа QE3 предполагает выкуп ипотечных бумаг на сумму 40 млрд долл. в месяц, что заметно меньше ущерба для экономики, который может нанести fiscal cliff (~600 млрд долл. в год). Американский рынок акций нейтрально отреагировал на решение FOMC, при этом доходность 10-летних UST поднялась на 5 б.п. до YTM 1,70%, что свидетельствует о повышении аппетита к риску (развивающихся стран).
- ▶ **Ажиотажный спрос на длинные ОФЗ.** В ходе вчерашнего аукциона наблюдался ажиотажный спрос на 9,5-летние ОФЗ 26209, объем которого по верхней границе составил 59,2 млрд руб., что почти в два раза превысило размер предложения (30 млрд руб.). Столь высокий спрос позволил установить отсечку на уровне YTM 6,83%, заметно ниже границ ориентира YTM 6,88-6,93%. Тот факт, что почти 2/3 всех сделок пришлось на неконкурентные заявки, свидетельствует о продолжающемся притоке нерезидентов. На вторичном рынке ОФЗ 26209 подорожал на 20 б.п. от средневзвешенной цены (106,34% от номинала), при этом доходность снизилась до YTM 6,78%. Заметно меньшим интересом пользовались короткие ОФЗ 25080, средневзвешенная доходность была установлена по нижней границе ориентира (6,48%).
- ▶ **Спад инфляционных рисков создает небольшой потенциал для ОФЗ.** В свете наблюдающегося в последние два месяца спада инфляционных рисков (в частности, рост потребительских цен в ноябре и октябре оказался ниже наших ожиданий) мы считаем, что инфляция по итогам года окажется заметно (до 50 б.п.) ниже 7,0%. Это создает некоторый потенциал для дальнейшего ценового роста госбумаг, в частности, нулевому уровню реальной доходности соответствует номинальная доходность 10-летней ОФЗ около YTM 6,7%. При этом, как мы отмечали, на спекулятивной волне доходность может опуститься до YTM 6,5%. Более сильное снижение ограничено стоимостью фондирования для российских банков, которые являются основными держателями ОФЗ (по нашим оценкам, ~50%).
- ▶ **Рублевые еврооблигации от корпорации класса А с премией к суверенной кривой.** Caterpillar (A/A2/-) начал маркетинг 3-летнего выпуска еврооблигаций с ориентиром YTM 7,625-7,875% (согласно IPT), который предполагает премию к суверенной кривой в размере 125-150 б.п. Напомним, что недавно размещенные рублевые бонды RURAIL 19 котируются с YTM 8,0% (=ОФЗ + 150 б.п.). FGD 19 с YTM 8,45% к погашению через 6,25 года несут, по нашему мнению, заметную премию к рынку за относительно высокий объем предложения со стороны эмитента. С фундаментальной точки зрения (способности эмитента обслуживать рублевые обязательства), Caterpillar должен торговаться на кривой ОФЗ. Наличие премии может быть обусловлено лишь заметно более низкой ликвидностью бумаг Caterpillar. Мы считаем, что бумаги эмитента интересны, прежде всего, иностранным инвесторам, которые имеют позитивный взгляд на рубль и рублевые ставки, но не могут покупать бумаги за пределами "А" и/или для которых риск Caterpillar по каким-то причинам более понятен, чем риск РФ.

Темы выпуска

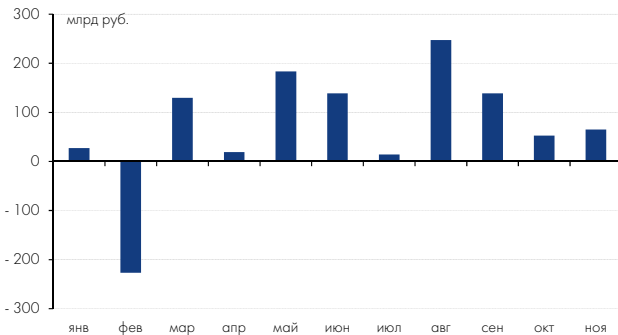
- ▶ Бюджет: устойчивый профицит
- ▶ ГПБ: рост кредитования давит на капитал
- ▶ Мечел: долговая нагрузка растет и без Ванино

Бюджет: устойчивый профицит

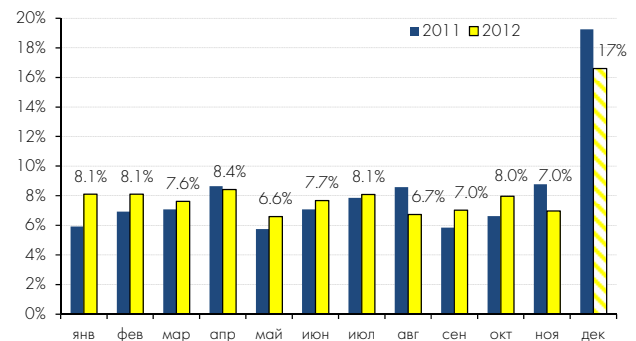
В ноябре профицит федерального бюджета вместо ожидаемого дефицита

Согласно опубликованным вчера данным, в ноябре федеральный бюджет остался в профиците (мы ожидали небольшой дефицит), но его величина невелика (всего 65 млрд руб., то есть практически на уровне октября). Сальдо федерального бюджета за 11 месяцев ожидаемо остается положительным в размере 789 млрд руб.

Профицит/дефицит бюджета, 2012 г.



Динамика бюджетных расходов, 2011-2012 гг.



Источник: Минфин, Казначейство РФ, оценки Райффайзенбанка

Выход на небольшой профицит в ноябре в целом нельзя назвать необычным, но ожидать такого сценария сейчас не стоило. Даже с учетом изменившейся сезонности госрасходов, их динамика поквартально сохранила прежние тенденции, то есть в 4 кв. расходование госсредств на фоне закрытия годового бюджетного плана должно было сильно ускориться. В пользу этого говорило и то, что после рекордно быстрого освоения госсредств в 1П 2012 г., к концу октября все преимущество постепенно практически сошло на нет и исполнение расходов уже не шло с таким опережением графика.

Профицит в ноябре стал возможен лишь на фоне низких госрасходов

Ноябрьский профицит еще более удивителен, если учесть, что доходная часть бюджета в предпоследнем месяце года оказалась значительно меньше предыдущих месяцев - всего 954 млрд руб. (ниже 1 трлн руб. доходы не опускались с февраля 2012 г.), при том что среднемесячные цены на нефть остаются высокими. Таким образом, профицит в ноябре 2012 г. стал возможен лишь благодаря низким расходам.

Между тем, нам хотелось бы отметить, что ноябрьские расходы не просто ниже наших ожиданий - 889 млрд руб. или 7% годового плана по расходам, но и ниже среднемесячной величины расходов при равномерном их распределении в течение года (8,3%) и, что еще более примечательно, ниже октябрьских (8%). Это совсем не согласуется с недавно озвученными поправками правительства в бюджетный план 2012 г., согласно которым в дополнение имеющемуся плану по расходам Минфину в ноябре-декабре нужно было потратить еще 212 млрд руб., что требует масштабного "ускорения" бюджетной росписи.

Часть недорасходованных в ноябре средств, скорее всего, перейдет на декабрь

Несмотря на то, что 212 млрд руб. допрасходов, предусмотренных бюджетными поправками, покрываются за счет таких же дополнительных нефтяных поступлений (часть прибыли ЦБ в 149 млрд руб. + дивиденды Роснефтегаза на 50,2 млрд руб.), вялое расходование госсредств в ноябре, как мы считаем, предполагает, что крупная часть недоисполненных в прошлом месяце средств перейдет на декабрь.

При таком сценарии, рассчитывать на какой-либо заметный профицит федерального бюджета по итогам 2012 г., мы считаем, не стоит. Более реалистичным нам видится сбалансированный бюджет, или символический его дефицит (но не более 0,3% ВВП).

Ожидать скорого улучшения ситуации с ликвидностью из-за более высоких расходов в декабре не стоит...

Вся эта ситуация подтверждает наши опасения, связанные с тем, что ситуация с ликвидностью банковского сектора в ноябре оказалась не сильно легче, чем в октябре. Так, по данным ЦБ, консолидированный бюджет (с учетом чистых размещений госбумаг и депозитов Казначейства) стерилизовал в ноябре ~178 млрд руб. Ранее мы оценивали нетто-приток средств (чистое поступление госрасходов за вычетом других факторов ликвидности) в декабре в ~700 млрд руб. Переходящие на декабрь расходы потенциально увеличивают этот ожидаемый

... так как эти средства поступят только в последние дни декабря

всеми приток, однако, как мы неоднократно говорили, скорого улучшения ситуации ожидать не стоит, так как большая часть этих средств поступит только 26-28 декабря, тогда как недорасходование госсредств в ноябре уже усугубило ситуацию в первой части месяца.

Так, мы ожидали выхода общей задолженности по РЕПО к уровням 1,9 трлн руб. только к 20-м числам декабря, вместо этого такая ситуация случилась раньше - еще в конце ноября и сохраняется сейчас (вчера задолженность по РЕПО достигла 1,85 трлн руб.). Стоит отметить, что налоговый период еще не начался, и банки еще не приступили к дополнительному наращиванию корсчетов. Это говорит о том, что давление на ставки денежного рынка до последних чисел декабря будет еще сильнее. Причем пролонгация депозитов Казначейством РФ на 2013 г. уже не компенсирует этот негативный эффект.

Ставки денежного рынка опустятся ниже 6% не раньше января, дальнейшего ухудшения ситуации с ликвидностью после облегчения в январе, ждем в феврале

Так, мы считаем, что короткие ставки денежного рынка останутся на повышенном уровне (вблизи 6,5%) подавляющую часть декабря и лишь в последние его дни можно ожидать некоторой коррекции. Определенное облегчение и снижение ставок, скорее всего, наступит в январе, когда банки смогут использовать чистый приток от госрасходов (за вычетом других факторов ликвидности, ~700 млрд руб.) для погашения части задолженности перед ЦБ и Минфином. Тогда короткие ставки могут опуститься ниже 6%. Но на фоне необходимости возврата крупной задолженности по депозитам Казначейства до февраля (которую Минфину трудно пролонгировать дальше), ситуация с ликвидностью, скорее всего, продолжит усугубляться в феврале.

ГПБ: рост кредитования давит на капитал

В целом нейтральные результаты

Газпромбанк (BBB-/Ваа3/-), третий крупнейший российский банк, представил финансовые результаты по МСФО за 3 кв. и 9М 2012 г., которые мы оцениваем нейтрально. Дефицит ликвидности был несколько восполнен за счет привлечения депозитов Минфина. Обратной стороной кредитования, растущего темпами (+5,3% в 3 кв.), опережающими прибыльность (показатель ROE составил 11,8%), стало снижение общей достаточности капитала на 0,5 п.п. до 12,7% (при этом показатель Н1, раскрытый в отчетности по МСФО, составил 11,3% на 30 сентября 2012 г.). По нашим оценкам, субординированный бессрочный евробонд ГПБ, размещенный в октябре 2012 г. (со ставкой 7,875% годовых), повысит достаточность капитала на 1 п.п., что несколько улучшает ситуацию. Учитывая низкую прибыльность банка, мы считаем, что в 2013 г. ГПБ потребуется провести докапитализацию и/или замедлить рост кредитования (до 10-15% в год).

Ключевые финансовые показатели ГПБ

в млрд руб., если не указано иное	30 сент. 2012	30 июня 2012 г.	изм.
Активы	2 794,5	2 664,4	+5%
Кредиты клиентам до вычета резервов, в т. ч.:	1 843,0	1 749,6	+5%
розничные	188,6	168,7	+12%
корпоративные	1 654,4	1 580,9	+5%
NPL (90+)/Кредитный портфель	1,2%	1,1%	+0,1 п.п.
Депозиты клиентов	912,3	770,5	-18%
Собственный капитал	324,1	316,8	+2%
Коэффициент достаточности капитала (ЦБ)	11,3%	11,3%	0 п.п.
Коэффициент общей достаточности капитала (Базель)	12,7%	13,2%	-0,5 п.п.

в млрд руб., если не указано иное	3 кв. 2012 г.	2 кв. 2012 г.	изм.
Чистый процентный доход до резервов	15,6	16,3	-4%
Чистый процентный доход	11,6	11,0	+5%
Чистый комиссионный доход	2,6	2,0	+30%
Чистая прибыль	9,5	-1,7	-
Чистая процентная маржа	2,8%	3,1%	-0,3 п.п.

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Кредитование замедлилось, но по-прежнему опережает рынок	<p>Кредитная экспансия в сравнении с предшествующим кварталом заметно замедлилась: кредитный портфель вырос на 5,3% (против 18% во 2 кв.), при этом в среднем по рынку корпоративное кредитование (90% всего портфеля ГПБ) в 3 кв. увеличилось на 3,7%. В результате относительно быстрого прироста кредитов нефтегазовой отрасли (+13,6% до 365,7 млрд руб.) ее доля в портфеле выросла с 20,4% до 22,1%, отодвинув на второе место металлургию и горную добычу (с долей 20,3%). Заметное снижение объема кредитов произошло в торговле (-6,2%) и телекомах (-10,4%). В 3 кв. объем кредитования связанных сторон (в том числе структур Газпрома) остался на уровне 60,8 млрд руб. Доля кредитования госкомпаний почти не изменилась, составив 15% от всех кредитов юрлицам (по этому сегменту резерв формируется на уровне менее 1%).</p> <p>Розница сохранила темп роста на уровне 12% (до 188,6 млрд руб.), при этом наибольшая активность по-прежнему наблюдается в потребительском кредитовании (+19%), а также в ипотеке (+13%).</p>
Рост NPL 90+ компенсируется резервированием	<p>Вследствие вызревания просрочки NPL 30-90 произошло увеличение показателя NPL 90+ в абсолютном выражении на 16% до 22,1 млрд руб., при этом в отношении к портфелю показатель вырос до 1,2%. Некоторое ухудшение качества портфеля компенсируется высокой нормой резервирования: резервы покрывают NPL 90+ почти в 3 раза, а кредиты с признаком обесценения на 103%.</p>
Задолженность по РЕПО с ЦБ сократилась	<p>Размер торгового портфеля ценных бумаг практически не изменился (-2 млрд руб. до 229 млрд руб.), при этом доля бумаг, находящихся в залоге РЕПО, снизилась с 38% до 15%. Сокращение задолженности по РЕПО было покрыто депозитами, привлеченными в том числе от ЦБ РФ (возможно, таким образом банк отражает кредиты под залог нерыночных активов и поручительства).</p>
Кредитование было профинансировано за счет депозитов Минфина и размещения облигаций	<p>В 3 кв. произошел отток клиентских средств (за вычетом депозитов Минфина) по причине снижения остатков на счетах госкомпаний (на 8 млрд руб. до 1,65 трлн руб.), при этом прирост кредитования (91 млрд руб.) был профинансирован за счет привлечения депозитов Минфина (+53 млрд руб.), выпуска облигаций (+61 млрд руб.), а также МБК (+10 млрд руб.). Размер средств от связанных сторон сократился на 19% до 286 млрд руб., что составляет 12% в обязательствах, из которых на структуры Газпрома приходится 86%. Запас денежных средств увеличился на 16 млрд руб. до 375 млрд руб. Таким образом, дефицит ликвидности банк продолжает восполнять за счет государственных источников ликвидности, переключившись с ЦБ РФ на Минфин, а также, как мы и предполагали, размещением долговых ценных бумаг. Так, в июле ГПБ разместил евробонды GPB 17 (500 млн долл.) и GPB 15 (500 млн швейцарских франков), а в сентябре рублевые евробонды GPB 15 (15 млрд руб.). После отчетной даты ГПБ привлек синдицированный кредит в объеме 500 млн долл. на год под LIBOR +120 б.п.</p>
Конъюнктура позволила ГПБ получить чистую прибыль	<p>Благодаря благоприятной рыночной конъюнктуре ГПБ получил прибыль по финансовым инструментам и инвестициям, имеющимся в наличии для продажи, в размере 6,2 млрд руб., против убытка по ним 1,7 млрд руб. во 2 кв. В условиях более-менее стабильных чистых процентных доходов это позволило ГПБ получить чистую прибыль в размере 9,5 млрд руб., которая соответствует возврату на капитал 11,8%.</p> <p>Сегодня менеджмент банка проведет телеконференцию, на которой результаты деятельности и планы развития могут быть освещены более детально.</p>
Нейтральный взгляд на бумаги эмитента	<p>В результате опережающего ценового роста с середины октября GPB17 сейчас котируется с небольшим дисконтом по доходности к кривой ВТБ, что мы считаем неоправданным (большой масштаб и диверсификация бизнеса ВТБ при близких кредитных метриках должна трансформироваться в премию). По нашим оценкам, субординированный выпуск GPB 19 (YTM 5,8%) котируется со спредом 120 б.п. к старшему выпуску GPB 17 (YTM 4,12%), с учетом поправок на дюрацию. Сужение этого спреда ограничено возможным увеличением доли субординированного долга в капитале: чем выше доля T2 в капитале, тем меньшую защиту имеют держатели субординированных выпусков в сравнении со старшим долгом. Напомним, что согласно стандартам Базель III, к которым в среднесрочной перспективе может перейти ЦБ РФ, отношение T2/T1 не может превышать 1/3.</p>

Ценовой рост рублевых выпусков ГПБ не отстает от динамики рынка ОФЗ, при этом их спред к суверенной кривой остается на уровне 200-210 б.п. В настоящий момент мы нейтрально относимся к обращающимся выпускам ГПБ и не ожидаем их ценового роста лучше рынка.

Мечел: долговая нагрузка растет и без Ванино

Результаты оцениваем умеренно негативно

Мечел (Moody's: B2), одна из ведущих российских горнодобывающих и металлургических компаний, опубликовала финансовые результаты по US GAAP за 3 кв. 2012 г., которые мы оцениваем умеренно негативно.

Несмотря на неблагоприятную рыночную конъюнктуру, компания смогла улучшить рентабельность по EBITDA кв./кв. (на 1,3 п.п.) за счет высокомаржинального добывающего сегмента (благодаря контролю над издержками и изменению структуры продаж). Хотя сделка по покупке 55% порта Ванино, по данным менеджмента, не отразится на долговой нагрузке Мечела (участвуя в сделке в составе консорциума инвесторов, компания смогла договориться о "недолговом фондировании" сделки, при этом управление портом будет осуществляться Мечелом), все же негативным моментом остается сохранение тенденции к ее увеличению в условиях снижения EBITDA, необходимости финансирования ключевых инвестиционных проектов и достаточно большого объема долга со сроком погашения в ближайшие 1,5-2 года.

Ключевые финансовые показатели Мечела

в млн долл., если не указано иное	3 кв. 2012	2 кв. 2012	изм.	9М 2012	9М 2011	изм.
Выручка	2 715	3 086	-12%	8 751	9 617	-9%
Валовая прибыль	730	890	-18%	2 594	3 361	-23%
Валовая рентабельность	26,9%	28,8%	-1,9 п.п.	29,6%	35,0%	-5,4 п.п.
EBITDA	375	385	-3%	1 224	1 857	-34%
Рентабельность по EBITDA	13,8%	12,5%	+1,3 п.п.	14,0%	19,3%	-5,3 п.п.
Операционная прибыль	127	-471	-	-30	1 454	-
Чистая прибыль	73	-849	-	-543	580	-
Операционный поток	458	304	+51%	1 107	-48	-
Инвестиционный поток, в т.ч.	-223	-303	-26%	-802	-1 420	-43%
Капвложения	-268	-301	-11%	-846	-1 393	-39%
Финансовый поток	440	-237	-	-102	1 716	-

в млн долл., если не указано иное	30 сент. 2012	30 июня 2012	изм.
Совокупный долг*, в т.ч.	10 156	9 302	+9%
Краткосрочный долг	2 523	2 849	-11%
Долгосрочный долг	7 633	6 453	+18%
Чистый долг	9 573	9 151	+5%
Чистый долг/EBITDA LTM**	5,44x	4,44x	-

*Долг с учетом обязательств по финансовому лизингу

**EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Снижение выручки как за счет объемов, так и цен реализации

Неблагоприятные рыночные условия продолжают оказывать давление на финансовые показатели компаний металлургического сектора. Выручка Мечела в 3 кв. снизилась на 12% кв./кв. до 2,7 млрд долл. как за счет меньших объемов продаж (-13,3% в стальном дивизионе, -0,5% в добывающем дивизионе), так и продолжившегося падения цен реализации по всем основным видам продукции (кроме энергетических углей, где она осталась на прежнем уровне).

В добывающем сегменте маржа EBITDA выросла за счет структуры продаж и контролю над затратами

В горнодобывающем дивизионе снижение объемов продаж коксующихся углей было частично компенсировано наращиванием реализации энергетических углей и железорудного концентрата, также увеличилась доля более премиальных продаж - на рынках Японии и Южной Кореи. Более того, в 3 кв. принятие мер по контролю над затратами (в частности, приостановка работы ряда нерентабельных активов) позволило снизить производственные издержки (cash costs) на российских предприятиях, а также общеадминистративные расходы. В результате рентабельность по EBITDA этого сегмента выросла с 28% во 2 кв. до 32%.

В 4 кв. снижение цен на коксующийся уголь в Корею и Украину продолжилось

По данным менеджмента, в 4 кв. снижение цен на коксующийся уголь, реализуемый в Южную Корею и Украину, продолжилось (-33% кв./кв.), а цены поставок в Китай в целом за 4 кв. остались на прежнем уровне. Объемы коксующегося концентрата на январь и февраль 2013 г. законтрактованы в Китай по ценам, не ниже 4 кв., в то время как по поставкам в Японию и Южную Корею компания также намеревается удерживать цены, сложившиеся в 4 кв. При этом в 4 кв. вследствие фактора сезонности ожидается повышения себестоимости в среднем на 2-3% относительно 3 кв.

Также компания представила прогноз по объемам добычи на 2013 г.: 31-31,5 млн т угля (+7% г./г.) и по объемам реализации: 25,5-26 млн т угольной продукции (12,5-13 млн т коксующегося угля (или +9-13% г./г.), 8,5 млн т энергетического угля и 4,6-4,8 млн т антрацита и углей PCI).

Плановое высвобождение средств из оборотного капитала

Операционный денежный поток в 3 кв. вырос на 51% кв./кв. до 458 млн долл. за счет планового высвобождения средств из оборотного капитала (284 млн долл.). В 4 кв. в силу сезонного характера работ предприятий будут наращиваться запасы. Капвложения в объеме 268 млн долл. были профинансированы из операционного потока.

Снижены прогнозы по капвложениям

В ходе телеконференции менеджментом были снижены прогнозы по капвложениям на 2012 г. и 2013 г. Так, в 2012 г. вместо 1,16 млрд долл. они составят 900 млн долл. (94% уже освоено за 9М 2012 г.), из них 150 млн долл. на поддержание существующих мощностей, в 2013 г. - всего 500-600 млн долл. (ранее указывалось 750-900 млн долл.). Компания сосредоточится на своих 2 ключевых инвестпроектах: универсальный рельсобалочный стан и Эльгинское месторождение.

Наиболее актуальный вопрос - сделка по приобретению Ванино

Наиболее актуальным вопросом телеконференции стала сделка по приобретению компанией 55% доли дальневосточного порта Ванино (сумма сделки - 15,5 млрд руб.). Напомним, что компанией была принята стратегия о концентрации на ключевых направлениях бизнеса (добывающий сегмент и некоторые сталепрокатные производства полного цикла) и реализации непрофильных активов, и, на первый взгляд, могло показаться, что сделка по покупке порта несколько выбивается из стратегии компании. Однако Мечел обосновывает участие в сделке тем, что с запуском Эльгинского проекта у компании возникает необходимость в новых портовых мощностях, тем более, что собственный угольный терминал позволит снизить издержки и обеспечить бесперебойные поставки коксующегося угля на экспорт (основные угольные терминалы контролируются прямыми конкурентами Мечела).

Преимущества порта Ванино

Компания выделяет следующие основные преимущества порта Ванино:

- Стратегическое положение - доступ к Транссибу и БАМу;
- Сокращение транспортного плеча с предприятий группы;
- Пропускная способность (без значительных инвестиций - необходимо лишь оптимизировать складские мощности) сразу же составит 10 млн т/год, с возможностью расширения мощности до 15-29 млн т в течение 3-5 лет;
- По техническим характеристикам порт Ванино превосходит имеющийся у компании порт Посъет (в этом году компания инвестирует в увеличение его пропускной мощности): длина причала - в 4 раза больше, чем у Посъета, складские мощности - в 6 раз больше, также имеется возможность принимать суда класса Rapataх в отличие от Посъета;

- Доступ к новым рынкам сбыта, например, Индии.

Также у компании имеется проект строительства "с нуля" угольного терминала в бухте Мучка в непосредственной близости от порта Ванино (приобретение последнего позволит пока отложить реализацию этого проекта и не нести связанные с этим риски).

Структура сделки до конца пока не ясна, но на долговую нагрузку, по словам компании, влияния не окажет

В то же время структура сделки пока не ясна до конца, поскольку до официального утверждения победителя конкурса компания не раскрывает детали. В частности, менеджментом было озвучено, что сделка финансируется консорциумом иностранных и российских компаний, в состав которого входит и Мечел. Компания смогла договориться с участниками консорциума о "недолговом фондировании" сделки со своей стороны. Причем управление портом будет осуществляться Мечелом (что, по мнению менеджмента, позволит консолидировать порт на балансе). При этом, по словам менеджмента, на приобретенном активе нет долга, и сделка, по заверениям компании, не окажет влияния на долговую нагрузку Мечела.

Также было раскрыто, что Мечел будет иметь право на приобретение контрольного пакета порта, а обязательство по выкупу оставшейся доли заменено опционом. Важно отметить, что в результате сделки участники консорциума не получают никаких долей участия в группе Мечел, а будут получать прибыль от деятельности порта.

После отчетной даты компания приняла ряд мер по рефинансированию долга

После отчетной даты были предприняты меры по улучшению структуры и срочности долга. С 1 сентября до 1 декабря 2012 г. компания сократила долг со сроком погашения до конца 2012 г. с 1,2 млрд долл. до 327 млн долл., и с 2,7 млрд долл. до 2,2 млрд долл. в 2013 г. В частности, компания рефинансировала краткосрочные кредиты (на пополнение оборотных средств) и прочий долг за счет 5-летнего кредита Сбербанка на 24 млрд руб. Уже после 1 декабря 2012 г. Мечел договорился о реструктуризации синдицированного кредита на 1 млрд долл. - была получена отсрочка погашений на 1 год, что приведет к сокращению краткосрочного долга на 600 млн долл.

Долговая нагрузка близка к ковенанте

На 1 декабря накопленные денежные средства составили всего лишь 141 млн долл., но, по словам менеджмента, у Мечела есть невыбранные кредитные линии в объеме 1 млрд долл.

Долговая нагрузка (Чистый долг/ЕБИТДА) в 3 кв. продолжила расти преимущественно в условиях снижения ЕБИТДА и составила 5,44х на конец квартала. Отметим, что имеющиеся ковенанты ограничивают ее значением 5,5х. В связи с возросшим риском нарушения ковенант компания перевела синдицированный кредит (на 1 млрд долл.) на ОАО "Мечел Майнинг".

Кардинального изменения ситуации с долгом пока не ожидаем

Компания подтвердила, что непрофильные активы готовятся к продаже, и она, скорее всего, будет осуществлена в IП 2013 г. Средства, полученные от продажи, возможно, будут направлены на погашение долга. Однако объем полученных средств и все возрастающая стоимость заимствований для компании могут и не изменить кардинально ситуацию с долгом, тем более, что очень много неясностей остается с финансированием покупки доли порта Ванино, а цены на основную продукцию компании продолжают снижаться.

Неопределенность может привести к дальнейшему росту доходностей бумаг Мечела

В настоящий момент рублевые облигации Мечела котируются заметно ниже номинала, иногда появляются возможности для покупки с доходностью 17-20%, что может показаться привлекательным в сравнении с бумагами эмитентов аналогичного кредитного рейтинга. Тем не менее, учитывая большую степень неопределенности (как в связи с покупкой порта Ванино, так и перспективы по сокращению долговой нагрузки), мы не исключаем дальнейшего снижения цен бумаг Мечела.

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	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

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 Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа-Банк	ВТБ
Азиатско-Тихоокеанский Банк	ВЭБ
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 Никель	Uranium One

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

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 экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Темпы роста ВВП в 3 кв. опустились ниже 3%

Платежный баланс

По данным ЦБ, отток капитала во 2 кв. сократился до 9,5 млрд долл. с 33,9 млрд долл. в 1 кв. 2012 г.

Инфляция

Инфляция: сюрпризы октября

Валютный рынок

Сделка Роснефти по покупке ТНК-ВР не должна оказать существенного влияния на курс рубля до конца 1П 2013 г.

Рубль должен выйти из спячки

Монетарная политика ЦБ

ЦБ РФ: цикл ужесточения завершен

Банковский сектор

Новые меры ЦБ РФ по ограничению роста потребкредитов в борьбе за их качество

Рынок облигаций

Минфин рассчитывает на нерезидентов

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

Промышленность

Промышленный энтузиазм на исходе

Внешняя торговля

Внешняя торговля: сдержанный рост импорта

Ликвидность

РЕПО в корзине

ЦБ рассматривает возможность удлинения срока рефинансирования

Ликвидность: повторится ли новогодняя лихорадка?

Интервенции ЦБ

ЦБ готовится к худшему

Бюджет

Бюджет поддержит ликвидность в ноябре

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
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 Кенякин		(+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
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Леонид Берещанский		(+7 495) 721 9900 доб. 5482

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.