

Пульс рынка

- **Япония использует денежную базу.** Результатом конфронтации между правящей Демократической и оппозиционной Либерально-демократической партиями стал роспуск парламента Японии. Согласно социологическим опросам в ходе внеочередных парламентских выборов, назначенных на 16 декабря, победу одержит Либерально-демократическая партия, что кардинально изменит вектор экономической политики страны. Так, лидер оппозиции предлагает использовать меры количественного смягчения (в частности, снижение ставки по депозитам в ЦБ Японии даже ниже нулевого уровня, повышение объема выкупа казначейских облигаций) в неограниченном объеме для борьбы с дефляцией (сейчас 0,5%, целью является инфляция на уровне 2-3%). Также предполагается увеличение государственных расходов на публичные работы и оборону. Азиатские индексы отреагировали ростом (в пределах 1-2%) на новости из Японии.
- **Америка и Европа давят на рынки.** В то же время проблема fiscal cliff продолжила оказывать негативное давление на настроения инвесторов. Макростатистика по США оказалась негативной, отразив, в том числе, влияние урагана Сэнди: первичные заявки на пособия по безработице составили 439 тыс. (ожидался их рост на 20 тыс. до 375 тыс.). Значение индекса условий ведения бизнеса (General Business Conditions Index) в ноябре (-5,22) также оказалось хуже ожиданий (-5,0), что, скорее всего, отражает опасения бизнес-сообщества в отношении fiscal cliff. Не способствовали росту оптимизма и данные по ВВП еврозоны: снижение г./г. в 3 кв. составило 0,6% (в прошлом квартале снижение было на 0,5%). Американские индексы закрылись снижением, 10-летние бонды UST опустились ниже YTM 1,58%. Суверенным бондам РФ не удалось избежать коррекции, индикативные выпуски Russia 30 и Russia 42 просели на 50 б.п. Сегодня интерес представляют данные по объему промышленного производства. США.
- **Москва (BBB/Baa1/BBB) в следующем году планирует выйти на рынок.** Напомним, что последнее размещение состоялось в октябре 2010 г. Согласно проекту постановления, опубликованном на сайте Москвы, в следующем году город планирует занять на рынке облигаций до 156 млрд руб. для покрытия дефицита бюджета и рефинансирования долга (по нашим оценкам в 2013 г. Москва должна погасить облигаций на сумму 54 млрд руб.). В 2014 г. и 2015 г. также планируется занять 163 млрд руб. и 140 млрд руб. соответственно. В сравнении с объемом обращающихся бумаг города (по нашим оценкам 234 млрд руб.) планируемый объем размещений выглядит высоким. Однако, фактический объем предложения может оказаться ниже (традиционно размер дефицита столичного бюджета был меньше запланированного). Отметим, что в период существования Москомзайма (с приходом нового мэра комитет был упразднен) город регулярно выходил на рынок, в том числе для поддержания ликвидности вдоль всей кривой Москвы, что позволяло облигациям города являться неплохой альтернативой ОФЗ. В настоящий момент обращающиеся облигаций города (например, МГор-56 (YTM 7,8% @ сентябрь 2016 г.) и МГор-62 (YTM 7,24% @ июнь 2014 г.)), имеют невысокую ликвидность и дюрацию, при этом размер их премии к ОФЗ составляет 80 б.п., что заметно ниже спреда для корпоративных бумаг 1-ого эшелона (~160-200 б.п.).

Темы выпуска

- Северсталь: неплохой результат на плохом рынке
 - ФСК: продолжает активно привлекать новый долг
-

Северсталь: неплохой результат на плохом рынке

Результат отразил слабый рынок стали

Северсталь (BB+/Ba1/BB) опубликовала результаты за 3 кв. 2012 г. по МСФО, которые мы оцениваем нейтрально для ее кредитного профиля. Выручка снизилась лишь на 3,4% кв./кв. до 3,6 млрд долл., рентабельность по EBITDA просела на 2,7 п.п. до 15,2%. Несмотря на слабую конъюнктуру рынка стали, ухудшение операционных показателей оказалось умеренным. Отметим, что показатели НЛМК (BBB-/Baa3/BBB-) в 3 кв. выглядели не лучше чем у Северстали: ее выручка снизилась на 8% (до 3 млрд долл.), а рентабельность по EBITDA опустилась на 2,2 п.п. до 16,1%.

Улучшение ожидается не ранее 1 кв. 2013 г.

Отношение Чистый долг/LTM EBITDA у Северстали выросло за 3 кв. с 1,25x до 1,4x (целевой уровень компании - 1,5x), однако это по-прежнему минимальное значение среди российских металлургических компаний. Например, у НЛМК этот показатель составил 1,85x в 3 кв.

Менеджмент Северстали ожидает, что в 4 кв. цены на сталь и сырье продолжат снижаться (отмечается спад спроса со стороны строительного сектора). Это приведет к ухудшению операционных показателей российского стального дивизиона, однако Severstal N.A. может продемонстрировать небольшое улучшение. Восстановление показателей может произойти в 1 кв. 2013 г., в том числе в связи с ожидаемым получением заказов от Газпрома на трубы большого диаметра.

Ключевые финансовые показатели

В млн долл., если не указано иное	3 кв. 2012	2 кв. 2012	изм.	9М 2012	9М 2011	изм.
Выручка	3 591	3 718	-3,4%	10 988	12 085	-9,1%
EBITDA	546	664	-17,8%	1 772	2 817	-37,1%
Рентабельность по EBITDA	15,2%	17,9%	-2,7 п.п.	16,1%	23,3%	-7,2 п.п.
Чистая прибыль от продолжающейся деятельности	333	167	99,4%	962	1 674	-42,5%
Операционный поток	602	467	28,9%	1 423	1 651	-13,8%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-316	-373	-15,3%	-573	-1 155	-50,4%
Капвложения	-330	-371	-11,1%	-979	-1 208	-19,0%
Финансовый поток	-146	-291	-49,8%	-586	-244	140,2%

в млн долл., если не указано иное	30 сен. 2012	30 июня 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	5 726	5 692	1%
Краткосрочный долг	1 877	1 576	19%
Долгосрочный долг	3 849	4 116	-6%
Чистый долг	3 605	3 749	-4%
Чистый долг/EBITDA LTM**	1,4x	1,25x	-

*OIBDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Продажи стали в РФ позволили частично компенсировать снижение спроса на внешнем рынке

В 3 кв. 2012 г. снижение выручки произошло в международном стальном сегменте (-14,4% кв./кв.), а также сырьевом дивизионе (-6,5% кв./кв.) по причине негативной ценовой динамики на рынке (стальная продукция подешевела на ~5-8%, ЖРС и уголь снизились в цене на 6-13%) и сокращения объемов продаж Severstal N.A. (на 10% до 1,08 млн т)..

Конъюнктура рынка стали внутри РФ была заметно лучше, чем на внешнем рынке (ввиду сохраняющегося спроса со стороны строительного сектора и машиностроения), что позволило российскому стальному дивизиону увеличить объем продаж на 5,5% до 2,7 млн т. Его выручка выросла на 2% кв./кв. до 2,3 млрд долл., при этом доля экспорта сократилась с 42% до 39%.

Severstal N.A. остался в плюсе, а российская сталь удержала рентабельность на уровне 2 кв.

Тот же набор факторов привел к снижению показателя EBITDA в сырьевом (на 16,7% кв./кв. до 244 млн долл.) и международном сегментах (на 78% кв./кв. до 17 млн долл.). Рентабельность по EBITDA сырьевого сегмента составила 33,2% (что на 4 п.п. ниже чем во 2 кв.). Стоит отметить, что в отличие от НЛМК (у которого зарубежные активы в 3 кв. продемонстрировали убыток на уровне EBITDA), американский дивизион Северстали остается прибыльным.

Несмотря на снижение цен на сталь, показатель EBITDA/т для российского стального сегмента остался на уровне 104 долл., что было обусловлено главным образом продолжающимся

увеличением доли NVA продукции (на 3 п.п. до 46%). Рентабельность сегмента удалось сохранить на уровне 12,2%.

Поступление ликвидности из оборотного капитала

Операционный денежный поток до изменений в оборотном капитале снизился на 17,5% кв./кв. до 543 млн долл. При этом благодаря высвобождению средств из оборотного капитала (вследствие снижения продаж в сырьевом сегменте и международном дивизионе) чистый операционный поток продемонстрировал рост на 29% кв./кв. до 601 млн долл.

CAPEX в 2013 г. планируется сократить

Капитальные расходы в 3 кв. оказались на 40 млн долл. ниже чем во 2 кв., составили 330 млн долл. и были полностью профинансированы из операционного потока. В 4 кв. Северсталь планирует потратить на инвестиции порядка 520 млн долл. Планируемый объем CAPEX на 2013 г. составляет 1,3 млрд долл., что на 13% ниже чем в 2012 г. Большая часть этих средств будет направлена в российский и сырьевой сегменты, а расходы на Severstal N.A., по-видимому, будут урезаны. Так, по итогам 9М 2012 г. почти 89% всего CAPEX пришлось на российский сегмент (металлургия и горная добыча).

В 4 кв. отношение Чистый долг/EBITDA превысит отметку 1,5x

Свободный денежный поток (=операционный поток за вычетом инвестиций), составивший 286 млн долл., был направлен на выплату дивидендов (194 млн долл.), при этом размер денежных средств на балансе увеличился на 180 млн долл. до 2,1 млрд долл. Чистый долг в абсолютном выражении снизился на 144 млн долл. до 3,6 млрд долл., однако, по причине негативной динамики EBITDA долговая нагрузка (в терминах отношения Чистый долг/LTM EBITDA) возросла до 1,4x. Кстати говоря, ковенанта по выпуску Severstal 17 ограничивает отношение Долг/LTM EBITDA уровнем 3,5x (сейчас показатель составляет 2,22x). В 4 кв. менеджмент компании ожидает дальнейшего сокращения EBITDA. Таким образом, долговая нагрузка преодолет отметку 1,5x, хотя это по-прежнему будет минимальным показателем для российских металлургов.

Потребности в новом долге нет

После отчетной даты были размещены евробонды Severstal 22 номиналом 750 млн долл., средства от которых будут использованы в том числе на рефинансирование долга. Менеджмент не видит потребности в новом долге в 2013 г.

Нейтральный взгляд на бумаги эмитента

На наш взгляд, рублевые выпуски Северстали, с учетом их короткой дюрации, стоят дорого. В нашем комментарии от 30 августа 2012 г. мы рекомендовали покупать бонды VIP 18 на ожиданиях сужения спреда к близкому по дюрации Severstal 17. Наша рекомендация оправдалась: спред между выпусками сократился с 87 б.п. до 30 б.п., что, по нашему мнению, является справедливым отражением разницы в рейтингах по шкале S&P на одну ступень и Moody's - на две ступени. В текущем рынке мы нейтрально смотрим на бумаги Северстали.

ФСК: продолжает активно привлекать новый долг

ФСК опубликовала отчетность за 1П2012 г. по МСФО. В связи с тем, что тарифы ФСК в 1П2012 г. оставались неизменными при росте операционных расходов, результаты оказались несколько слабее 2П2011 г. В то же время расходы остаются под контролем и с учетом роста тарифов с 1 июля 2012 г. мы ожидаем улучшения показателей рентабельности по итогам года.

Ключевые финансовые показатели ФСК

в млрд руб., если не указано иное	1П 2012	2П 2011	изм.
Выручка, в т.ч.	66.9	68.4	-2%
Скоррект. EBITDA	36.9	40.8	-10%
Рентабельность EBITDA	55.1%	59.7%	-3.7 п.п.
Скоррект. Чистая прибыль	11.4	18.8	-39%
Чистая рентабельность	17.0%	27.4%	-4.9 п.п.
Операционный поток	37.5	32.4	16%
Инвестиционный поток	-48.0	-93.5	-49%
Свободный денежный поток	-10.5	-96.5	-

в млрд руб., если не указано иное	31 июля.12	31.дек.11	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	153.3	132.8	15%
Краткосрочный долг	2.5	2.0	26%
Долгосрочный долг	150.7	130.8	15%
Чистый долг	106.8	85.2	25%
Чистый долг/ЕБИТДА	1.37x	1.02x	35%

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка – на уровне 2П2012 года из-за неизменных тарифов	В 1П2012 г. выручка ФСК осталась на уровне предыдущего полугодия. Дата пересмотра тарифов ФСК была перенесена с 1 января на 1 июля, а следовательно тариф ФСК оставался неизменным. По сравнению с 1П2011 г. выручка несколько снизилась, так как с января по апрель 2011 года действовал более высокий тариф на передачу, который с 1 апреля 2011 года был снижен.
Рентабельность ЕБИТДА – по-прежнему на высоте...	Рентабельность ФСК по ЕБИТДА остается на высоком уровне – 55,1% за 1П2012 г. Это по-прежнему лучший показатель в отрасли электроэнергетики, даже несмотря на снижение рентабельности из-за опережающего роста расходов по сравнению со 2П2011 г.
...а расходы – под контролем	Высокий рост (+17% г/г) может показаться индикатором плохого контроля над расходами со стороны менеджмента, однако это не так. По сути, он обеспечен увеличением амортизации (+27% г-к-г), а также налога на имущество в свете ввода новых линий и подстанций. В то же время менеджменту удалось сдержать рост расходов на персонал (+ 1% г/г) и ремонты – (+ 4% г/г).
Свободный денежный поток по-прежнему отрицательный...	Несмотря на то, что пик инвестиций ФСК традиционно приходится на 2 полугодие, по итогам 1П2012 г. компания продемонстрировала отрицательный свободный денежный поток. Мы ожидаем, что к концу года его величина только увеличится, поскольку компании необходимо профинансировать еще ~120 млрд. руб. инвестиций.
...что вынуждает ФСК активно привлекать новый долг...	В 1П2012 г. компания нарастила чистый долг на 25%, а показатель Чистый долг/ЕБИТДА составил 1,37x. После отчетной даты ФСК продолжила активное привлечение заемных средств, разместив уже 4 выпуска облигаций на 45 млрд. рублей. В дальнейшем компания планирует выход на рынок евробондов и продолжает лоббировать создание механизма инфраструктурных облигаций.
...для финансирования масштабной инвестпрограммы	Общий утвержденный объем инвестпрограммы ФСК на 2012-2014 гг. составляет ~430 млрд. рублей без НДС. В настоящее время на утверждении в Минэнерго находится долгосрочная инвестпрограмма компании до 2017 г., в рамках которой средний объем годовых капвложений предполагается на уровне ~131 млрд. рублей без НДС. По нашим подсчетам, ФСК не сможет выйти на положительные значения свободного денежного потока до 2017 г., что потребует привлечения дополнительного долгового финансирования. В ближайшее время долговая нагрузка ФСК будет оставаться на приемлемом уровне - мы ожидаем, что пик придется на 2016 г., когда показатель Чистый долг/ЕБИТДА может достичь 2,4x.
Ждем появления ФСК на первичном рынке	Размещенный в апреле этого года выпуск ФСК-12 котируется с УТР 8,25% @ апрель 2016 г., что соответствует премии к кривой ОФЗ в размере 120 б.п. Примерно с таким же спредом к суверенной кривой торгуются и более длинные выпуски ФСК-9,11 (УТР 8,7% @ октябрь 2017 г.) и ФСК-19 (УТР 8,8% @ июль 2018 г.). Стоит отметить, что недавно (в конце октября) размещенные БО-1 ФСК на вторичном рынке котируются на 25 б.п. ниже номинала, что свидетельствует об их агрессивной оценке на первичном рынке. Учитывая, что корпоративные облигации 1-ого эшелона имеют спред к ОФЗ в размере 160 б.п., мы не видим потенциала для ценового роста бумаг ФСК. Мы ожидаем, что в ближайшее время активность ФСК на "первичке" не снизится и не исключаем скорого появления предложения эмитента на рынке рублевых евробондов, который для квазисуверенных заемщиков все еще предлагает относительно дешевую ликвидность (в сравнении с рублевыми облигациями) на длительный срок (от 5 лет).

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
Роснефть	

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	Uranium One
Никель	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2
Мегафон	

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	МОЭСК

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 сентября разочаровывает

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: на пути к 7%

Валютный рынок

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

Монетарная политика ЦБ

В октябре ЦБ оставил все ставки без изменений

Банковский сектор

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

Рынок облигаций

Минфин рассчитывает на нерезидентов

Промышленность

Промпроизводство: надежда на улучшение?

Внешняя торговля

Внешняя торговля: динамика импорта указывает на риски экономики

Ликвидность

РЕПО в корзине

ЦБ РФ повышает привлекательность длинных инструментов

Ликвидность: повторится ли новогодняя лихорадка?

Интервенции ЦБ

ЦБ готовится к худшему

Бюджет

Профицит бюджета сокращается, но напряженность с ликвидностью остается

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 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
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.