

## Пульс рынка

---

- ▶ **Греческий вопрос усиливает противоречия или близок к разрешению?** В отсутствие значимых новостей финансовые рынки завершили прошлую неделю в боковом движении. По греческому вопросу интерес вызвали слова премьер-министра Франции, который выступил за смягчение условий, соблюдение которых необходимо для выделения стране следующего транша помощи (в размере 174 млрд евро). В частности, было предложено дать Греции еще два года на проведение экономических реформ. По мнению представителя Франции, несмотря на то, что экономика Греции занимает незначительное место в еврозоне (2% от совокупного ВВП), ее выход несет слишком высокие риски для всего союза (стоимость спасения Греция меньше ущерба, который может нанести ее выход). Это высказывание, по нашему мнению, либо означает, что неформально в отношении Греции уже получено позитивное решение, либо указывает на противоречия между Францией и Германией (первая больше склонна к либеральным мерам, а вторая, напротив, идет по пути фискального ужесточения). Послабление в отношении Греции создаст прецедент, который может быть использован остальными периферийными странами (для получения помощи может быть совсем не обязательно строго выполнять взятые на себя обязательства).
- ▶ **Роста напряженности на денежном рынке удается избежать лишь благодаря крупному притоку госсредств.** Значительное улучшение ситуации с ликвидностью, которое можно было наблюдать в начале месяца, вызвано, по нашим оценкам, исключительно более активным притоком госрасходов (к концу года), в то время как отток средств в наличность продолжается, но в меньшей степени. Поддержание таким образом достаточного объема средств на корсчетах в ЦБ позволило покрыть уплату страховых взносов и НДС на прошлой неделе без сильного увеличения задолженности по РЕПО с ЦБ и депозитам Казначейства РФ. На этом фоне короткие ставки денежного рынка (несмотря на недавнее повышение ставок ЦБ) не превышали 6%. На текущей неделе будут выплачены НДСПИ (24-25 сентября) и налог на прибыль (28 сентября) - в сумме около 400 млрд руб. Чтобы их профинансировать и при этом соблюсти нормативы обязательного резервирования, банки могут сократить подросшие корсчета в ЦБ (813 млрд руб.), по нашим оценкам, максимум на 250 млрд руб. Этих средств едва ли хватит, чтобы полностью покрыть расходы по налогам, в силу чего мы оцениваем дополнительный спрос на рефинансирование в ~100 млрд руб. и ожидаем роста ставок на 30-50 б.п. с пиком напряженности во второй половине недели. Мы полагаем, что средства Казначейства РФ (завтра предложит 50 млрд руб. на 91 день под 6,9%) будут пользоваться большим спросом, несмотря на расширение лимитов ЦБ (о/п 70 млрд руб. против 30 млрд руб. в пятницу).
- ▶ **Успех размещений способствует появлению нового предложения.** X5 (B+/B2/-) начала маркетинг 3-летних БО-1 номиналом 5 млрд руб. с ориентиром по ставке купона 9,5-9,9% годовых. Этот ориентир соответствует премии к недавно размещенным БО-7 Магнита (S&P: BB-) со ставкой купона 8,9% годовых в размере 60-100 б.п. Стоит отметить, что несмотря на отличие рейтингов всего лишь на одну ступень, база инвесторов отличается существенным образом: пенсионные накопления могут быть инвестированы в облигации с рейтингом не ниже BB-. Кроме того, все обращающиеся выпуски Магнита включены в котировальный лист A1, в то время как облигации X5 не могут быть включены в него. В результате мы считаем, что справедливая премия между бумагами X5 и Магнит при прочих равных условиях должна быть около 50-60 б.п. Мы рекомендуем участвовать в размещении X5 по нижней границе ориентира.
- ▶ **Новые облигации РЕСО имеют потенциал для ценового роста.** Книга заявок на покупку годовых облигаций РЕСО-Гарантия-2 (S&P: BB+) номиналом 5 млрд руб. закрылась в пятницу со ставкой купона 8,7% годовых (УТР 8,89%), что соответствует нижней границе ориентира. Новый выпуск предполагает премию на уровне 20-50 б.п. к ориентиру (УТР 8,42-8,68%) находящихся в маркетинге годовых БО-3 Альфа-банка (BB/Ba1/BBB-), которые по набору кредитных рейтингов близки к РЕСО (ниже на одну ступень по шкале S&P, однако имеют инвестиционный рейтинг по шкале Fitch).

## Темы выпуска

---

- ▶ **Распадская: выкуп акций повлиял на долговую нагрузку**
  - ▶ **Ленэнерго: риски минимизируются статусом**
-

## Распадская: выкуп акций повлиял на долговую нагрузку

Результаты обусловлены общей рыночной конъюнктурой

Распадская (-/B1/B+), один из крупнейших российских производителей коксующегося угля, опубликовала финансовые результаты по МСФО за 1П 2012 г., которые во многом отражают неблагоприятную конъюнктуру на рынке коксующегося угля и стали. В связи с падением спроса снизились как цена, так и объемы реализации. В итоге выручка в 1П 2012 г. сократилась на 24% г./г. до 285 млн долл., показатель EBITDA - на 46% г./г. до 99 млн долл. При этом рост себестоимости производства угля был нивелирован сокращением расходов, связанных с устранением аварии на шахте Распадская.

В новых условиях компания скорректировала программу капзатрат, и в 1П 2012 г. свободный денежный поток по-прежнему остается положительным. Также за отчетный период компания погасила евробонд за счет средств, полученных от размещения нового выпуска. В 1П 2012 г. Чистый долг вырос существенно с 45 млн долл. до 406 млн долл., его отношение к LTM EBITDA, по нашим расчетам - с 0,1х до 1,6х из-за выкупа собственных акций.

### Ключевые финансовые показатели Распадской

в млн долл., если не указано иное	1П 2012	1П 2011	изм.
Выручка	285,2	377,4	-24%
Валовая прибыль	73,6	198,6	-63%
Валовая рентабельность	25,8%	52,6%	-26,8 п.п.
EBITDA	98,9	182,2	-46%
Рентабельность по EBITDA	34,7%	48,3%	-13,6 п.п.
Чистая прибыль	-18,6	99,0	-
Операционный поток	73,1	159,6	-54%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-25,6	-66,6	-62%
Капвложения	-36,1	-78,4	-54%
Финансовый поток	-196,2	-16,0	+12,3х
в млн долл., если не указано иное	30 июня 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	554,3	305,3	+82%
Краткосрочный долг	57,5	304,0	-5,3х
Долгосрочный долг	496,8	1,2	+414х
Чистый долг*	406,0	45,0	+9,0х
Чистый долг/EBITDA LTM**	1,6х	0,1х	-

\*С учетом краткосрочных депозитов

\*\*EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Слабый спрос привел к падению цен и объемов

Снижение выручки в 1П 2012 г. было обусловлено в большей степени падением цен реализации угольного концентрата на 24% (со 160,2 до 122,1 долл./т). Также в связи с ослаблением спроса физические объемы продаж сократились даже относительно слабого 1П 2011 г. (последствия аварии на шахте Распадская) - на 5% г./г. Отметим, что некоторую поддержку оказало возобновление с 4 кв. экспортных поставок концентрата (в Украину, Китай и Корею), доля которых в 1П 2012 г. составила 14% (достигала 28% до аварии). Однако дальнейшее наращивание этих поставок ограничено слабым спросом и профицитом угля на украинском рынке. Введение технологии PCI на ряде сталеплавильных мощностей, позволяющей снизить потребление угля на 10-15%, также не способствует увеличению отгрузок компании.

В настоящее время цены на угольный концентрат Распадской находятся на уровне немногим выше 100 долл./т (-18% к 1П 2012 г.), который будет закладываться в контракты компании на 4 кв. этого года.

**Снижение рентабельности из-за высоких постоянных затрат на фоне сокращения объемов**

Снижение рентабельности по EBITDA с 48% до 35% г./г. обусловлено значительными постоянными затратами, что на фоне падения объемов добычи угля (в связи с низким спросом) привело к росту удельной денежной себестоимости на 40% до 45,4 долл./т. Компания отмечает, что в случае достижения плановых объемов удельная денежная себестоимость была бы ниже на 30% фактической.

Денежный поток от операционной деятельности снизился вдвое до 73 млн долл., однако его было более чем достаточно для реализации капитальных вложений (36 млн долл.), которые по сравнению с 1П 2011 г. были снижены также в два раза.

**Капвложения могут финансироваться из операционных денежных потоков**

Менеджмент Распадской прогнозирует, что в 2012 г. объемы производства составят 7 млн т (3,4 млн т уже добыто в 1П). При этом в 2013 г. компания ожидает, что объемы добычи будут на 10-15% ниже ранее планируемых 13,4 млн т. Капвложения из расчета озвученных менеджментом 12 долл. на тонну добычи оцениваются нами на уровне 43,2 млн долл. во 2П 2012 г. (на уровне 80 млн долл. за весь 2012 г.). В 2013 г. капзатраты могут составить 137-145 млн долл., что вполне может быть профинансировано из операционных денежных потоков компании.

**Рост долга в связи с выкупом собственных акций**

В апреле компания погасила свой дебютный евробонд номиналом 300 млн долл., разместив новый 5-летний выпуск в объеме 400 млн долл. Оставшиеся средства, а также новые кредиты (150 млн долл.) и часть накопленной ликвидности (112 млн долл.) были направлены на выкуп собственных акций (396 млн долл.). В итоге долг вырос на 82% до 554 млн долл., его отношение к LTM EBITDA стало свыше 2,0х (0,9х на начало года). Компания имеет ряд ковенант, ограничивающих это отношение значением 3,0х.

**Вопрос рефинансирования решен на ближайшие 3 года**

В ближайшие 3 года риски рефинансирования минимальны: практически весь долг представлен евробондом и кредитом (150 млн долл.), условия по которому были пересмотрены (вместо погашения в течение года, начиная с февраля 2013 г., кредит будет погашаться разовым платежом в декабре 2015 г.).

**Бонды RASP17 недооценены в сравнении с Евразом**

Размещенные в апреле бонды RASP17 (@ 7,75% годовых) торгуются со спредом к близким по дюрации EVRAZ17 (@ 7,4% годовых) на уровне 95 б.п., что выглядит избыточной премией за разницу в кредитных рейтингах, которая составляет лишь 1 ступень как по шкале Moody's, так и по шкале Fitch. Кроме того, по ряду кредитных метрик (рентабельности, отношению Чистый долг/LTM EBITDA) Распадская превосходит Евраз. Мы считаем, что спред RASP17-EVRAZ17 не должен превышать 25 б.п. и рекомендуем покупать RASP17, хеджируя рыночный риск продажей EVRAZ 17.

## Ленэнерго: риски минимизируются статусом

Основной бизнес все еще остается убыточным

Компания Ленэнерго (Moody's: Ba2) опубликовала отчетность за 1П 2012 г. по МСФО. Снижение операционных расходов компании опередило сокращение выручки г./г., что позитивно отразилось на рентабельности деятельности Ленэнерго. Без учета деятельности по технологическому присоединению, которая не является основой для формирования денежного потока (отражая уже осуществленные компанией инвестиции), Ленэнерго продемонстрировала убыток на уровне операционной прибыли. Таким образом, деятельность по передаче электроэнергии остается убыточной.

### Ключевые финансовые показатели Ленэнерго

в млн руб., если не указано иное	1П 2012	1П 2011	изм.
Выручка	15 364	15 807	-3%
Операционная прибыль	2 550	2 373	7%
Операционная рентабельность	17%	15%	+1,6 п.п.
ЕБИТДА	4 657	4 762	-2%
Рентабельность по ЕБИТДА	30,3%	30,1%	+0,2 п.п.
Чистая прибыль	-943	1 217	-
Операционный поток	4 994	3 066	63%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-3 698	-2 158	71%
Капвложения	-3 789	-2 114	79%
Финансовый поток	-637	292	-

  

в млн руб., если не указано иное	30 июня 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	25 014	27 577	-9%
Краткосрочный долг	353	6 549	-95%
Долгосрочный долг	24 661	21 028	17%
Чистый долг*	18 478	20 469	-10%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM**	1,9x	2,1x	-

\*С учетом краткосрочных депозитов

\*\*ЕБИТДА за предшествующие 12 месяцев

Дополнительная рекапитализация...

В прошедшем полугодии Ленэнерго получила порядка 2 млрд руб. за счет доэмиссии акций. Средства привлекались для финансирования программы реновации кабельных сетей Санкт-Петербурга.

...не снизила существенно долговую нагрузку

Однако с учетом совокупного долга в 25 млрд руб. данные вливания не отразились существенным образом на долговой нагрузке компании. Мы полагаем, что кредитный профиль Ленэнерго по-прежнему определяется факторами господдержки и инфраструктурной значимости компании для региона. В то же время сохраняющаяся убыточность бизнеса компании по передаче электроэнергии является, на наш взгляд, долгосрочным риском для Ленэнерго.

Облигации эмитента не имеют торговой ликвидности. В сегменте электроэнергетики мы рекомендуем искать возможности на первичных размещениях, которые, судя по озвученным капитальным затратам, не заставят себя долго ждать. Например, инвестиционная программа ФСК на 2012-2014 г. составляет 430 млрд руб., что не может быть полностью профинансировано за счет операционного потока.

## 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

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	ЧТПЗ
Норильский	Uranium One
Никель	

### Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

### Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

### Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

### Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

### Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

### Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

### Прочие

АФК Система
-------------

### Финансовые институты

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

## Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Макростатистика июня: ни шатко, ни валко

### Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

### Инфляция

РФ: ожидаемый рост инфляции

### Валютный рынок

ЦБ готовится к худшему

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ РФ вчера поднял депозитные и кредитные ставки на 25 б.п.

### Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

### Рынок облигаций

Облигации госбанков: осторожность в выборе не помешает

### Промышленность

Промпроизводство: иллюзия роста?

### Внешняя торговля

Внешняя торговля: без сюрпризов

### Ликвидность

Ликвидность: ЦБ в поисках новых инструментов рефинансирования

### Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ: исключение или новое правило?

### Бюджет

Бюджет не дает надежду на ликвидность

### 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 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

**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.