

Ежедневный обзор долговых рынков от 29 августа 2012 г.

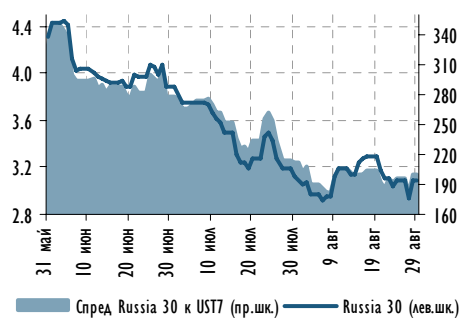


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение, %	День	к нач. года
Валютный рынок				
EUR/USD	1.257	▲ 0.5%		-3.1%
USD/RUB	31.98	▲ 0.2%		-0.5%
Корзина валют/RUB	35.70	▲ 0.7%		-2.1%
Денежный рынок				
Корсчета, млрд руб.	733.7	▲ 32.7		-413.7
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	112.7	▲ 21.7		-96.0
MOSPRIME о/п	6.0	▲ 0.0		0.3
3М-MOSPRIME	7.2	■ 0.0		0.0
3М-LIBOR	0.42	▼ 0.0		-0.2
Долговой рынок				
UST-2	0.27	■ 0.0		0.0
UST-10	1.63	▼ 0.0		-0.2
Russia 30	3.08	▲ 0.2		-1.5
Russia 5Y CDS	164	▼ -0.7		-111.5
EMBI+	305	▼ -1		-72
EMBI+ Russia	200	■ 0		-121
Товарный рынок				
Urals, долл./барр.	112.47	▲ 0.1%		6.4%
Золото, долл./унц.	1666.9	▲ 0.2%		6.6%
Фондовый рынок				
ТСX	1,429	▼ -0.2%		3.4%
Dow Jones	13,103	▼ -0.2%		7.2%
Nikkei	9,033	▼ -0.6%		6.8%

Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- Фондовые площадки по итогам вчерашнего дня закрылись в основном в отрицательной зоне – DJIA, S&P 500 и FTSE 100 потеряли в пределах 0,0–0,2%, DAX и CAC 40 – 0,6–0,9%.
- В августе индекс доверия потребителей в экономике США снизился до 60,6 п. (с 65,4 п. в июле) – минимального значения за последние 10 месяцев, указывая на рост неуверенности потребителей в свете туманных перспектив экономики США, включая состояние рынка труда.
- Положительная динамика цен на рынке недвижимости США в июне (например, индекс S&P/Case-Shiller прибавил 0,5% г/г, ожидалось снижение на 0,1%) была воспринята инвесторами как сигнал возможного оживления рынка недвижимости.
- Из Испании продолжили поступать негативные новости: Каталония (размер экономики сопоставим с Португальской) вынуждена будет обратиться в национальный фонд (18 млрд евро) за помощью (5 млрд евро). Позитивные же новости пришли из Португалии – «тройка» отметила прогресс в проводимых правительством реформах, несмотря на торможение экономики.
- Вчера М. Драги заинтриговал рынки, отказавшись от поездки в Джексон Холл и сославшись на важные встречи в ближайшие дни. Возможно, более значимые события будут происходить во Франкфурте. На этих новостях и заявлениях президента ЕС Х. В. Ромпей о поддержке Испании курс евро укрепился по отношению к доллару до 1,256-1,257 (+0,6%).
- Доходность UST10 (УТМ 1,63%) изменилась незначительно (-2 б.п.), как и котировки **российских еврооблигаций**. RUSSIA 30 (УТМ 3,08%) завершила день в районе 124,95%, суверенный CDS-спред маргинально сузился до 164 б.п. (-1 б.п.).
- Котировки рублевых бумаг вчера практически не отреагировали на ослабление курса рубля - котировки ОФЗ закрылись изменением в пределах +5/-10 б.п.
- Сегодня Минфин предложит инвесторам на аукционе 10 млрд руб. 5-летнего выпуска ОФЗ. Мы не ожидаем большого спроса, учитывая налоговый период в России, неопределенный внешний фон и довольно агрессивный диапазон доходности без премии к рынку – 7,52-7,57% (в течение дня бумага торговалась под 7,56%/7,59%).

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- Денежный рынок: спокойный день на фоне налоговых оттоков

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- Промсвязьбанк (-/Ba2/BB-):** неплохие результаты за 1П12 по МСФО
- МТС (BB/Ba2/BB+):** сильные результаты по US GAAP за 2К12, нейтрально для котировок
- Индия перенесла на ноябрь аукционы на частоты для мобильных операторов: нейтрально для бондов **АФК «Система» (BB/Ba3/BB-)**
- Позитивные результаты **ММК (-/Ba3/BB+)** по МСФО за 2К12. Ждем нового предложения от компании на публичных рынках

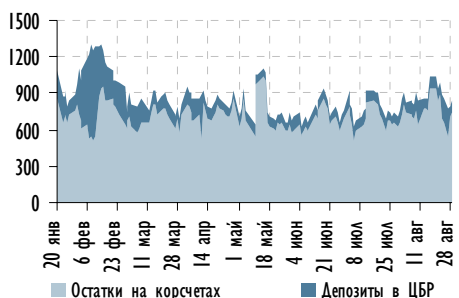
НОВОСТЬ ОДНОЙ СТРОКОЙ

- Агентство S&P повысило кредитный рейтинг Газпромбанка (BBB-/Baa3/-) на 1 ступень до «BBB-/Стабильный»



МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

Денежный рынок: спокойный день на фоне налоговых оттоков

▶ Чистая ликвидная позиция сократилась на 8,6 млрд руб.

Совокупные остатки на корсчетах и депозитах на начало 29 августа составили 846,4 млрд руб., что на 54,4 млрд руб. больше, чем днем ранее. Совокупная задолженность банков перед ЦБ и Росказначейством выросла на большую величину (в основном за счет аукционного РЕПО) – 63,0 млрд руб. до 2,59 трлн руб. В итоге чистая ликвидная позиция снизилась еще на 8,6 млрд руб. до минус 1,74 трлн руб.

▶ Операции рефинансирования: предложение ликвидности регулятором было достаточным

На аукционе недельного РЕПО ЦБ предложил 1,26 трлн руб., что на 180,0 млрд руб. больше, чем возврат с прошлой недели. Средневзвешенная ставка составила 5,30% (-4 б.п. относительно аукциона от 21 августа).

Во вторник Банк России снова увеличил лимит по 1-дневному аукционному РЕПО до 390,0 млрд руб. (+70,0 млрд руб. к уровню понедельника), что объясняется потребностями банковской системы, обусловленными наступлением крайнего срока уплаты налога на прибыль (более 350,0 млрд руб.). По итогам утренней сессии было заключено сделок на 332,0 млрд руб. по средневзвешенной ставке 5,39% (-14 б.п. относительно предыдущего дня). После полудня ЦБ предоставил еще 52,4 млрд руб. под 5,26%.

Федеральное казначейство предложило временно свободные бюджетные средства – 38,4 млрд руб. на 91 день под минимальную ставку 6,9%. Спрос со стороны участников значительно превысил предложение (в 2,3х), что способствовало росту средневзвешенной ставки до 7,70%. По итогам аукциона были удовлетворены заявки 4 банков (из 8, принимавших участие).

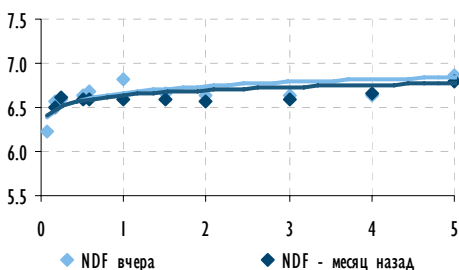
▶ Ставки междилерского РЕПО практически не изменились

Процентные ставки денежного рынка вчера остались почти без изменений, чему способствовало достаточное предложение ликвидности со стороны регулятора. Ставки 1-дневного междилерского РЕПО под залог облигаций снизились на 1 б.п. до 5,83%. Оборот торгов составил 87,6 млрд руб., что на 1,2 млрд руб. меньше, чем днем ранее. В связи с окончанием налогового периода ожидается дальнейшее снижение процентных ставок.

▶ Валютный рынок: стремительное ослабление рубля

По итогам вторника бивалютная корзина продемонстрировала стремительную динамику (+0,26 руб. к уровню закрытия понедельника), даже несмотря на относительную стабильность мировых цен на нефть. Ее расчетное значение по последней сделке составило 35,72 руб. Доллар закрывался на отметке 32,02 руб./долл. (+0,17 руб.), евро подорожал на большую величину (0,37 руб.) до 40,24 руб./евро. В преддверии выступления Б. Бернанке в Джексон Холле рынки находятся в нервном состоянии, что отражается на динамике высокорискованных сырьевых валют. Не помогли рублю и оттоки, связанные с уплатой налога на прибыль, очевидно, большинство экспортеров конвертировали валютную выручку заранее. В ближайшие три дня мы ожидаем сохранение умеренно негативного фона для российской валюты.

Ставки по беспоставочным форвардам на руб./долл. (NDF)



Источник: Bloomberg

Иван Синельников
Ivan.Sinelnikov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 40 74)

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

Промсвязьбанк
S&P/Moody's/Fitch

-/Ba2/BB-

Промсвязьбанк: неплохие результаты за 1П12 по МСФО

Новость: Вчера Промсвязьбанк опубликовал консолидированные финансовые результаты деятельности за 1П12 по международным стандартам, а также провел телеконференцию для инвесторов.

Комментарий: Результаты Промсвязьбанка мы оцениваем в целом позитивно. По нашему мнению, главным его достижением можно считать восстановившуюся уверенно повышательную динамику кредитного портфеля. Так, прирост валового портфеля кредитов крупным корпоративным заемщикам составил к 30 июня 2012 г. 32% за период последних 12 месяцев и 10% с начала года, по МСБ – 14% и 7%, в рознице – 32% и 18% соответственно.

Факт роста активности банка в кредитовании физических лиц особенно отраден, поскольку не только является положительным драйвером для чистой процентной маржи, но и, согласно заявлениям руководства банка, сопровождается пока высокими показателями качества портфеля: уровень NPL по новым выдаваемым кредитам составляет 1,4%, а ожидаемые потери – 3,5%. Пока данный сегмент деятельности остается для банка убыточным из-за высоких административных расходов и отчислений в резервы; тем не менее, по ожиданиям руководства, уже в 4К12 может состояться выход розничного кредитования на безубыточность.

Доля NPL в валовом портфеле банка продолжает снижаться – до 4,6% на 30 июня 2012 г. (против 6,2% на начало года) – во многом за счет активных продаж и списаний проблемной задолженности (7,7 млрд руб. за 1П12).

Промсвязьбанк использует различные источники фондирования роста бизнеса: в номинальном выражении, наибольший прирост за 1П12 пришелся на средства корпоративных (+35,8 млрд руб., или 16,7%) и розничных клиентов (+10,0 млрд руб., или 8,1%). Следует добавить, что, согласно заявлениям руководства, уже в 1П12 банк выполнил все годовые планы по заимствованиям на рынках капитала и до конца года будет придерживаться «оппортунистического» подхода к оптовым обязательствам.

Показатели прибыльности банка не самые впечатляющие: 13,5% для ROAE и 5,2% для чистой процентной маржи по итогам 1П12. Вместе с тем иного вряд ли можно ожидать от крупного частного универсального банка, который не так давно вернулся к активному развитию бизнеса и доля более маржинальных сегментов розницы и МСБ в портфеле которого пока не слишком велика. К тому же можно вспомнить, что еще год назад значения тех же показателей составляли, по нашим подсчетам, 5,1% и 4,2%.

При этом банк поддерживает существенный баланс денежных средств и эквивалентов на своих счетах – 66,2 млрд руб. на последнюю отчетную дату (что, к слову, выше объема всего публичного долга в обращении). Совокупная достаточность капитала Промсвязьбанка по Базелю на 30 июня 2012 г. составила 13,2%; более того, в августе были размещены субординированные рублевые облигации на 5,0 млрд руб., включение которых в капитал по состоянию на отчетную дату позволило бы довести показатель до 14,1%.

В качестве своеобразной «ложки дегтя» следует обратить внимание на рост степени концентрации активов и пассивов банка. Так, на 30 июня 2012 г. на долю крупных кредитных рисков приходилось 18,7% портфеля банка и 159,1% капитала 1-го уровня по Базелю (на начало года 16,5% и 136,4% соответственно). При этом на 10 крупнейших вкладчиков на отчетную дату приходилось 26,7% всех средств клиентов (25,1%).



В целом отчетность Промсвязьбанка производит положительное впечатление и, глядя на нее, текущие уровни доходности по некоторым его публичным долговым инструментам могут показаться завышенными. В частности, обращает на себя внимание старший евробонд PROMBK17 (YTM 9,06%), предлагающий премию свыше 250 б.п. к ALFARU17 (YTM 6,43%).

Финансовые результаты Промсвязьбанка по МСФО, млрд руб.

	2009	2010	2011	IП 12
Отчет о совокупном доходе				
Чистые процентные доходы	25,7	20,6	23,6	14,1
Чистые комиссионные доходы	5,6	6,0	7,1	3,8
Операционные расходы	(13,1)	(14,9)	(17,0)	(9,6)
Резервы по кредитам	(20,8)	(10,3)	(9,4)	(3,7)
Чистая прибыль (убыток)	(0,6)	2,5	5,2	3,8
Активы				
Денежные средства и эквиваленты	108,3	45,2	55,8	66,2
Ценные бумаги	49,0	52,2	44,3	43,5
Чистый кредитный портфель	266,4	310,9	396,1	445,5
Всего активов	471,2	475,1	562,6	611,1
Обязательства и капитал				
Средства других банков (включая ЦБ)	64,8	59,7	65,5	53,8
Средства корпоративных клиентов	193,5	189,4	214,4	250,2
Средства частных клиентов	96,0	107,7	124,2	134,2
Долговые ценные бумаги	43,7	32,1	56,7	63,7
Субординированный долг	17,7	21,8	26,6	20,4
Собственный капитал	38,2	44,8	54,1	57,9
Ключевые показатели, %				
Рентабельность капитала (ROAE)	-1,6%	5,9%	10,8%	13,5%
Рентабельность активов (ROAA)	-0,1%	0,5%	1,0%	1,3%
Стоимость риска	6,7%	3,2%	2,5%	1,7%
Чистая процентная маржа (NIM)	6,5%	4,7%	5,0%	5,2%
Чистый процентный спред (NIS)	6,7%	4,4%	4,8%	5,0%
Расходы/Доходы	38,6%	52,6%	50,6%	52,5%
Чистые кредиты/Депозиты	92,0%	104,7%	117,0%	115,9%
Доля 10 крупнейших вкладчиков в средствах клиентов	31,9%	28,1%	25,1%	26,7%
NPL/Кредиты	13,1%	10,9%	6,2%	4,6%
Резервы/Кредиты	12,7%	10,8%	6,9%	5,4%
NPL за вычетом резервов/Капитал I-го уровня (Базель)	32,6%	26,2%	13,6%	13,8%
Крупные кредиты/Капитал I-го уровня (Базель)	137,7%	130,6%	136,4%	159,1%
Совокупная достаточность капитала (Базель)	14,3%	14,4%	13,9%	13,2%
Достаточность капитала I-го уровня (Базель)	9,9%	10,0%	10,0%	9,9%
Денежные средства/Активы, %	23,0%	9,5%	9,9%	10,8%

Источник: Промсвязьбанк, расчеты Газпромбанка

Юрий Тулинов
Yury.Tulinov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 17)

MTC
S&P/Moody's/Fitch

BB/Ba2/BB+

MTC: сильные результаты по US GAAP за 2K12, нейтрально для котировок

Новость: MTC вчера опубликовали сильные финансовые результаты по US GAAP за 2K12.

Мы не ожидаем реакции в котировках выпуска евробондов MOBTEL20, который торгуется с самой низкой премией к кривой Газпрома среди всех российских корпоративных заемщиков с рейтингами ниже инвестиционного уровня на среднем и дальнем отрезке дюрации (порядка 140 б.п. в терминах Z-спредов). На наш взгляд, это отражает как уверенность инвесторов в кредитном профиле компании, так и относительный «дефицит» риска MTC на рынке.

Комментарий: Наши основные выводы из отчетности представлены ниже:



Сильная динамика доходов в России. Доходы МТС от услуг мобильной связи (за вычетом продажи оборудования) в России по сравнению с показателями годичной давности увеличились на 9,2% до 62,9 млрд руб. Компания по-прежнему несколько отстает по темпам роста в России от Мегафона (+11% г/г), но уверенно опережает Вымпелком (+6% г/г). Поддержку динамике выручки от услуг связи оказали высокие темпы роста доходов от мобильной передачи данных (+35% г/г).

Одноразовые факторы способствовали росту EBITDA. Консолидированная рентабельность EBITDA МТС во 2К12 выросла на 2,2 п.п. кв/кв, достигнув 44,0%. Позитивная динамика во многом была обусловлена действием ряда одноразовых факторов в России и на Украине, которые обеспечили около 1,5 п.п. роста показателя рентабельности. По итогам 1П12 рентабельность МТС составила 42,9%, что выше данного компанией на 2012 год ориентира (41-42%).

Списание в убыток активов в Узбекистане на 1,1 млрд долл. В отчетности за 2К12 МТС отразила дополнительные неденежные расходы, связанные со списанием активов и формированием резервов по налогам в Узбекистане на общую сумму 1,08 млрд долл., в результате чего компания по итогам отчетного периода зафиксировала чистый убыток в размере 682 млн долл.

Денежные потоки, долговая нагрузка. Свободный денежный поток МТС сократился во 2-м квартале более чем вдвое, до 336 млн долл. на фоне ускорения капитальных вложений (с 15% до 21% выручки, годовой ориентир – 20-22%) и снижения операционного денежного потока, на который в 1К12 оказывало влияние сезонное высвобождение средств из оборотного капитала. Частично средства были направлены на погашение долга, хотя основные выплаты в 1П12 пришлось на первые 3 месяца (1,3 млрд долл.). Итоговое изменение совокупного объема задолженности (-735 млн долл. кв/кв, до 1х в терминах «Чистый долг/EBITDA») главным образом объяснялось снижением курса рубля к доллару (на 12% в течение 2К12).

Выплаты после отчетной даты. После отчетной даты МТС выкупили по ofercie выпуск рублевых бондов (МТС-5) на 400 млн долл. Кроме того, компания выплатила 30,4 млрд руб. дивидендов (950 млн долл. по текущему курсу) – скорее всего, выплаты осуществлялись из собственных средств (1,7 млрд долл. на 30/06/12).

До конца года выплаты по долгу минимальны (200-300 млн долл.). В последующие два года график платежей также выглядит комфортно – 699 млн долл. в 2013 г. и 609 млн долл. в 2014 г. По словам менеджмента в ходе конференц-звонка, компания планирует использовать доступные кредитные линии для рефинансирования, при этом планов по выходу на рынок в этом году нет. На наш взгляд, финансирование инвестиционной программы и довольно консервативной М&А стратегии (объекты для покупки – небольшие компании, занимающие ключевые позиции по отдельным услугам на региональных рынках присутствия) МТС будут в состоянии покрывать собственным денежным потоком.

В перспективе ближайших лет мы не исключаем выхода компании на рынок публичного долга, учитывая пик погашений в 2015 г. – 1,86 млрд долл. В то же время МТС исторически предпочитают занимать в рублях, что, на наш взгляд, снижает вероятность выпуска новых евробондов.

Комментарии менеджмента в ходе конференц-звонка

- ▶ Компания видит риск замедления темпов роста доходов во 2П12 в России на фоне общей макроэкономической ситуации, а также эффекта «высокой базы» предыдущего года.
- ▶ По итогам 2П12 (особенно в 4К12) ожидается некоторое ухудшение EBITDA рентабельности по сравнению с 1П12 в связи с планами компании по расширению розничной сети, повышением эффективной ставки социального налога, а также ростом затрат по

содержанию сети связи. В результате компания сохраняет прежний ориентир прибыльности по итогам года на уровне 41-42%, но отмечает высокую вероятность приближения к верхней границе указанного диапазона.

- ▶ Компания подтвердила прогноз капитальных затрат на уровне 20-22% от выручки по итогам года, отметив, что более вероятным ей видится достижение верхней граница указанного диапазона.
- ▶ Компания не планирует проводить выкуп существующих долговых обязательств с рынка.

Основные финансовые показатели МТС по US GAAP, млн долл.

	2010	2011	III12	г/г	III11	2K12	кв/кв	IK12
Выручка	11 293	12 319	6 136	1%	6 062	3 122	4%	3 014
ЕБИТДА	4 863	5 163	2 636	8%	2 440	1 375	9%	1 261
ЕБИТДА margin	43,1%	41,9%	43,0%	3 п.п.	40,2%	44,0%	2 п.п.	41,8%
Операционный денежный поток	3 617	3 849	2 274	36%	1 669	998	-22%	1 277
Капитальные вложения	-2 647	-2 584	-1 125	40%	-806	-662	43%	-463
Свободный денежный поток	970	1 265	1 149	33%	863	336	-59%	813
Всего активов	14 478	15 318	14 519	-6%	15 382	14 519	-8%	15 835
Собственный капитал	4 157	3 571	2 445	-32%	3 609	2 445	-42%	4 221
Совокупный долг, в том числе	7 161	8 715	7 345	-1%	7 450	7 345	-9%	8 090
доля краткосрочного долга, %	11%	13%	15%	7 п.п.	8%	15%	4 п.п.	11%
Денежные средства и эквиваленты	1 261	1 937	1 719	8%	1 592	1 719	5%	1 632
Показатели								
Долг/Капитал, х	1,7	2,4	3,0	-	2,1	3,0	-	1,9
ЕБИТДА/Чистые процентные расходы, х	7,0	8,7	10,4	-	8,0	10,4	-	9,6
Чистый долг/ЕБИТДА, х	1,2	1,3	1,0	-	1,2	1,0	-	1,2
Долг/Свободный денежный поток, х	7,4	6,9	4,7	-	10,4	4,7	-	5,6

Источник: Компания, Газпромбанк

Яков Яковлев
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 92

Анна Курбатова
Anna.Kurbatova@gazprombank.ru
+7 (495) 913 78 85

АФК «Система»
S&P/Moody's/Fitch

BB/Ba3/BB-

Индия перенесла на ноябрь аукционы на частоты для мобильных операторов: нейтрально для бондов АФК «Система»

Новость: Индийские власти перенесли сроки аукционов на GSM и CDMA-частоты на ноябрь текущего года, сообщил Интерфакс со ссылкой на материалы Департамента телекоммуникаций (DOT) Индии. Аукцион на GSM-частоты в диапазоне 1800 МГц начнется 12 ноября, а через два дня после его завершения состоятся торги по CDMA-спектру 800 МГц. Операторы смогут подать заявки на участие в аукционах с 28 сентября по 19 октября. Окончательный список участников торгов будет сформирован 6 ноября.

По условиям CDMA-аукциона, новые игроки рынка (операторы, получившие лицензии в 2008 году и позднее), к которым относится и дочерняя компания АФК «Система» – Sistema Shyam Teleservices (SSTL), смогут претендовать максимум на три блока (но не менее двух блоков) частот шириной 1,75 МГц в каждом из 22 лицензионных округов Индии. Стартовая цена за один блок частот CDMA составит 45,49 млрд индийских рупий (817,3 млн долл.). Таким образом, минимальная стоимость паниндийского комплекта частот CDMA (2,5 МГц) составит 1,6 млрд долл.

АФК «Система» и SSTL пока не комментируют возможность участия в новых аукционах.

Комментарий: Указанную стартовую цену частот мы считаем завышенной, в связи с чем нам кажется высокой вероятностью того, что корпорация откажется от участия в аукционе и будет вынуждена



свернуть свой бизнес в Индии.

Отметим, что риски, связанные с принятием такого решения (переход на баланс холдинговой компании 1.5 млрд долл. долгов индийской дочки, по которым были предоставлены гарантии, а также возможный выкуп доли правительства РФ в SSTL, на что может понадобиться еще 700-800 млн долл.), вероятно, уже заложены в доходности выпуска евробондов AFKSRU19 (YTM 6,57%, Z-спред 536 б.п., премия к MOBTEL20 в терминах Z-спреда – около 110 б.п.).

Яков Яковлев
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 92

Анна Курбатова
Anna.Kurbatova@gazprombank.ru
+7 (495) 913 78 85

Позитивные результаты ММК по МСФО за 2К12. Ждем нового предложения от компании на публичных рынках

ММК
S&P/Moody's/Fitch

–/Ba3/BB+

Новость: ММК отчитался за 2-й квартал 2012 г. по международным стандартам. По сравнению с 1К12 компания показала рост рентабельности и заметные позитивные изменения на уровне денежных потоков, что позволило улучшить кредитные метрики.

Рублевые бонды ММК малоликвидны, и, скорее всего, реакции на изменение финансовых показателей компании не последует. В то же время мы не исключаем увеличения предложения компании на публичном рынке, учитывая довольно большой объем короткого долга.

Комментарий:

Рост выручки в поквартальном сравнении. Выручка ММК во 2К12 увеличилась на 4% кв/кв на фоне небольшого (1,4%) роста выпуска и средней цены реализации, а также сокращения запасов готовой продукции.

Улучшение рентабельности за счет снижения цен на сырье. ММК показал заметный рост рентабельности – норма прибыли EBITDA прибавила почти 3 п.п. и достигла 14,8% на фоне 28%-ного увеличения показателя «EBITDA». Основной вклад в улучшение прибыльности внес российский сегмент – рентабельность выросла на 4 п.п. до 16%. Имея относительно низкий уровень вертикальной интеграции (самообеспеченность углем и ЖРС в 2011 г. – 40% и 30% соответственно), компания получила заметную выгоду от снижения цен на сырье: удельная себестоимость производства тонны слябов сократилась более чем на 6% кв/кв.

Турецкий бизнес ММК Metalurji в отчетном квартале оставался убыточным, тем не менее продемонстрировал признаки улучшения по сравнению с 1К12 (EBITDA «минус» 8 млн долл. против «минус» 18 млн долл.).

Ожидания на 3К12. ММК ожидает, что в 3К12 выпуск продукции останется стабильным относительно 2К12. При этом цены на сталь, по мнению компании, находятся на локальных минимумах и могут вырасти в 4-м квартале в случае «улучшения макроэкономической ситуации». ММК по-прежнему ожидает роста объема продаж по итогам 2012 года.

Существенный свободный денежный поток в 1П12. Наиболее позитивным моментом в отчетности мы считаем существенную положительную величину свободного денежного потока ММК в 1П12 – 0,5 млрд долл., в том числе 412 млн долл. во втором квартале. Таких результатов удалось добиться за счет высвобождения средств из оборотного капитала (главным образом благодаря сокращению запасов и росту кредиторской задолженности), а также снижения инвестиционного бюджета после запуска Стана-2000 в прошлом году (план на 2012 год – 700 млн долл.). Отметим, что свободный денежный поток ММК был стабильно отрицательным в течение всего «посткризисного» периода (с 4К08).

Сокращение лeverиджа. Свободные средства компания направила на снижение долговой нагрузки: чистый объем погашений в 1П12 составил 678 млн долл. (около 350 млн долл. во 2К12). В итоге совокупный долг на 30/06/12 снизился до 3,68 млрд долл. или 2,8х в терминах «Чистый долг/ЕБИТДА» (3,2х в 1К12).

Большой объем короткого долга = ожидания нового предложения на публичных рынках. График погашений по долгу ММК смещен на ближайшие периоды: около 1,3 млрд долл. в течение 2П12-1П13, еще порядка 1 млрд долл. в последующий год. Для рефинансирования обязательств компания может обратиться к публичным рынкам. На днях уже было принято решение о размещении новых рублевых облигаций на 20 млрд руб. При этом, учитывая низкую активность внутреннего рынка, где основной спрос сейчас сосредоточен в суверенном сегменте, мы не исключаем, что ММК может рассмотреть возможность размещения евробондов (вслед за НЛМК, который недавно заявил о планах выхода на внешний рынок долга).

ММК обладает резервом ликвидности в виде вложений в акции австралийской Fortescue Metals (775 млн долл. на 30/06/12), но мы не ожидаем, что компания будет продавать пакет по текущей стоимости (котировки акций FM – на 2-летних минимумах).

Основные финансовые показатели ММК по МСФО, млн долл.

	2010	2011	1П12	г/г	1П11	2К12	кв/кв	1К12
Выручка	7 719	9 306	4 941	7%	4 633	2 516	4%	2 425
ЕБИТДА	1 521	1 352	662	-16%	784	372	28%	290
Рентабельность ЕБИТДА	19,7%	14,5%	13,4%	-3,5 п.п.	16,9%	14,8%	+2,8 п.п.	12,0%
Операционный денежный поток	1 173	485	867	147%	351	548	72%	319
Капитальные вложения	-2 209	-1 154	-366	-48%	-709	-136	-41%	-230
Свободный денежный поток	-1 036	-669	501	-	-358	412	363%	89
Всего активов	16 738	16 295	15 551	-16%	18 561	15 551	-11%	17 453
Собственный капитал	10 686	9 448	9 355	-17%	11 207	9 355	-11%	10 547
Совокупный долг, в т.ч.	3 548	4 402	3 681	-11%	4 134	3 681	-13%	4 231
доля краткосрочного долга	31%	30%	34%	-3 п.п.	37%	34%	+6 п.п.	28%
Денежные средства и эквиваленты	515	424	196	-52%	409	196	-1%	197
Показатели								
Долг/Капитал, х	0,33	0,47	0,4	-	0,4	0,4	-	0,4
ЕБИТДА/Чистые процентные расходы, х	12	5	5,9	-	11,7	5,9	-	5,1
Чистый долг/ЕБИТДА, х	1,99	2,94	2,8	-	2,5	2,8	-	3,2
Долг/Свободный денежный поток, х	отр.	отр.	19,4	-	отр.	19,4	-	отр.

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Яков Яковлев
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 92



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
29.08.12	Аукцион ОФЗ-26208	15,000
	Оферта ВТБ24, 4	8,000
31.08.12	Оферта Россельхозбанк БО-1 и Россельхозбанк БО-5	15,000
03.09.12	Оферта СБ Банк, 3	1,500
05.09.12	Погашение Москва, 54	15,000
	Аукцион новой 10-летней ОФЗ	25,000
	Купонные выплаты по ОФЗ	7,782
10.09.12	Оферта РЖД, 13	15,000
12.09.12	Аукцион ОФЗ-26208	20,000
13.09.12	Купонные выплаты по ОФЗ	5,487
17.09.12	Аукцион прямого РЕПО с ЦБ на 3 месяца	
	Уплата страховых взносов в фонды	
19.09.12	Погашение ОФЗ-25069	45,000
	Аукцион ОФЗ-26207	25,000
	Возврат средств 3-месячного РЕПО с ЦБ	15,800
20.09.12	Уплата 1/3 НДС за 2-й квартал 2012 г.	
24.09.12	Оферта Русфинанс Банк, 8	2,000
25.09.12	Погашение Национальный капитал, 1	3,000
	Оферта ГСС, 1	5,000
	Оферта Русфинанс Банк, 9	2,000
	Оферта Транскапиталбанк, 2	1,800
	Уплата акцизов, НДС	
26.09.12	Оферта Банк Зенит БО-2	5,000
	Оферта РМБ, 3	1,100
	Аукцион ОФЗ-25080	25,000
	Купонные выплаты по ОФЗ	6,068
28.09.12	Уплата налога на прибыль	
01.10.12	Оферта Восточный экспресс БО-2	2,000

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters

Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
август 2012	Газпром: финансовые результаты по МСФО	1К12
29.08.12	Северсталь: финансовые результаты по МСФО	1П12
30.08.12	Евраз: финансовые результаты по МСФО	1П12
30.08.12	Nord Gold: финансовые результаты по МСФО	1П12
31.08.12	ТМК: финансовые результаты по МСФО	1П12
03.09.12	Номос-Банк: финансовые результаты по МСФО	2К12
03.09.12	Globaltrans: финансовые результаты по МСФО	1П12
06.09.12	Банк "Санкт-Петербург": финансовые результаты по МСФО	2К12
20.11.12	МТС: финансовые результаты по US GAAP	3К12
21.11.12	Alliance oil: финансовые результаты по МСФО	3К12

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Алексей Демкин, СГА

И.о. начальника департамента

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

Металлургия

Наталья Шевелева

+7 (495) 983 18 00, доб. 21448

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Технический анализ рынков и акций

Владимир Кравчук, к. ф.-м. н

+7 (495) 983 18 00, доб. 21479

Редакторская группа

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Макроэкономика

Иван Синельников

+7 (495) 983 18 00, доб. 54074

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Потребительский сектор

Виталий Баикин

+7 (495) 983 18 00, доб. 54072

Михаил Сиделёв

+7 (495) 983 18 00, доб. 54084

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, СГА

Начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Стратегия

Иван Синельников

+7 (495) 983 18 00, доб. 54074

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00, доб. 21417

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

Управляющий директор - Начальник департамента

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговлей и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодикина

+7 (495) 988 23 75

Трейдинг

Александр Питалефф, старший трейдер

+7 (495) 988 24 10

Денис Войникоис

+7 (495) 983 74 19

Антон Жуков

+7 (495) 988 24 11

Управление рынков фондового капитала

Алексей Семенов, СГА

Начальник управления

+7 (495) 989 91 34

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

Начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

Начальник управления

+7 (495) 913 74 44

Управление торговлей и продаж долговых инструментов

Андрей Мионов

Начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пещини

+7 (495) 989 91 27

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Управление электронной торговлей

Максим Малетин

Начальник управления

+7 (495) 983 18 59

broker@gazprombank.ru

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00, доб. 21455

Кирилл Иванов

+7 (495) 988 24 54, доб. 54064

Дмитрий Лапин

+7 (495) 428 50 74

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

Трейдинг +7 (800) 200 70 88

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев, СГА

+7 (495) 913 78 57

Владимир Красов

+7 (495) 719 19 20

Copyright © 2003 – 2012. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее – ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.