

Ежедневный обзор долговых рынков от 16 ноября 2012 г.

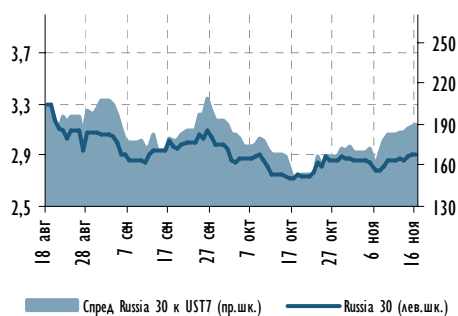


Ключевые индикаторы

	Значение закрытия	Изменение День	к нач. года
Валютный рынок			
EUR/USD	1,278 ▲	0,4%	-1,4%
USD/RUB	31,67 ▼	-0,2%	-1,5%
Корзина валют/RUB	35,63 ▲	0,0%	-2,3%
Денежный рынок			
Корсчета, млрд руб.	733,6 ▲	1,1	-413,8
Депозиты в ЦБ, млрд руб.	11,6 ▼	-94,6	-197,1
MOSPRIME о/п	6,52% ▲	13 б.п.	89 б.п.
3М-MOSPRIME	7,39% ▲	1 б.п.	17 б.п.
3М-LIBOR	0,31% ▲	0 б.п.	-27 б.п.
Долговой рынок			
UST-2	0,24% ▼	0 б.п.	0 б.п.
UST-10	1,59% ▲	0 б.п.	-28 б.п.
Russia 30	2,90% ▲	2 б.п.	-167 б.п.
Russia 5Y CDS	154 б.п. ▲	4 б.п.	-121 б.п.
EMBI+	287 б.п. ▲	3 б.п.	-90 б.п.
EMBI+ Russia	173 б.п. ▲	2 б.п.	-148 б.п.
Товарный рынок			
Urals, долл./барр.	107,37 ▼	-0,7%	1,5%
Золото, долл./унц.	1715,8 ▼	-0,6%	9,7%
Фондовый рынок			
ТС	1 382 ▲	1,1%	0,0%
Dow Jones	12 542 ▼	-0,2%	2,7%
Nikkei	8 830 ▲	1,9%	4,4%

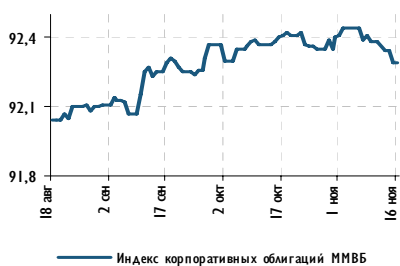
Источник: Bloomberg

Доходность Russia-30 и спред к UST-7



Источник: Bloomberg

Индекс корпоративных облигаций ММВБ



Источник: Bloomberg

РОССИЙСКИЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК ВКРАТЦЕ

- ▶ Финансовые рынки завершили четверг в целом без изменений. S&P 500 ушел в минус на 0,2%, индекс VIX остался вблизи 18 п., а доходность «десятки» – на уровне 1,59%.
- ▶ В Европе вышли ожидаемо слабые данные по экономике еврозоны, которая официально вступила в рецессию: ВВП за 3К12 снизился на 0,1% кв/кв после снижения на 0,2% в предыдущие три месяца. Тем не менее, данные по ВВП Германии и Франции оказались лучше прогнозов.
- ▶ Статистика по США накануне также была слабой. Число первичных заявок на пособие по безработице подскочило на 78 тыс. (прогноз Bloomberg указывал на рост на 20 тыс.). Значительно хуже ожиданий оказались данные по индексу деловой активности от ФРБ Филадельфии за ноябрь, однако аналогичный показатель для региона Нью-Йорка снизился на меньшую, чем ожидалось, величину.
- ▶ Непреходящей темой последних дней на рынках остается fiscal cliff. Сегодня в США будет дан неформальный старт переговорам по данной проблеме. Отметим также заявления с критикой мягкой ДКП, сделанные накануне главами сразу трех ФРБ (см. «Темы глобального рынка»).
- ▶ **Российские евробонды** накануне показали отрицательную динамику под давлением извне, сосредоточившись в основном в корпоративном сегменте. RUSSIA 30 (YTM 2,90%) подешевела на 0,13 п.п. до 126,32%, спред к UST10 расширился на 2 б.п. до 131 б.п. Среди корпоративных бумаг максимальное снижение котировок было отмечено на дальнем конце кривой Газпрома: GAZPRU 37 (YTM 5,34%) просел почти на 1 п.п. до 126,54%. На 0,4-0,6 п.п. подешевели длинные выпуски Северстали и Вымпелкома. В банковских бумагах основной потери понесли долгосрочные евробонды Сбербанка (0,3-0,5 п.п.) и ВТБ (0,5-0,7 п.п.).
- ▶ **В рублевых облигациях** вновь был достаточно спокойный день: на фоне отсутствия четкого тренда на валютном рынке и некоторого ухудшения настроений на глобальных площадках котировки длинных выпусков ОФЗ колебались в пределах +/-15 б.п. около уровней предыдущего закрытия.

ТЕМЫ ГЛОБАЛЬНОГО РЫНКА

- ▶ It's the final countdown! В США стартуют переговоры по fiscal cliff
- ▶ «Меньшевики» из ФРС

МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- ▶ Денежный рынок: инновации от ЦБ РФ

ЭМИТЕНТЫ: КОММЕНТАРИИ И НОВОСТИ

- ▶ Результаты ОТП Банка (-/Ba2/BB) за 3К12 по МСФО – без сюрпризов
- ▶ ФСК ЭЭС (BBB/Baa2/-): финансовые результаты за 1П12. Нейтрально для облигаций
- ▶ Северсталь (BB+/Ba1/BB): финансовые результаты по МСФО за 9М12

СЕГОДНЯ НА РЫНКЕ

- ▶ **США:** промпроизводство за октябрь (18:15 мск), встреча Б. Обамы с лидерами партий в Конгрессе по вопросу fiscal cliff



It's the final countdown! В США стартуют переговоры по fiscal cliff

Сегодня Б. Обама проведет встречу с лидерами Демократической и Республиканской партий в Сенате и Палате представителей по вопросу fiscal cliff, что можно считать неформальным стартом межпартийных переговоров. Мы бы хотели обозначить исходные позиции, с которых партии начинают, пожалуй, одну из самых важных и тяжелых дискуссий последних лет.

Одномоментный эффект fiscal cliff, согласно подсчетам Бюджетного управления Конгресса, составит 607 млрд долл. (см. таблицу 1). Учитывая долгосрочно совпадающие позиции партий по вопросу снижения госрасходов, главным камнем преткновения станет «доходная часть» fiscal cliff, а именно – отмена/продление «бушевских» сниженных налоговых ставок, которые вместе с другими налоговыми мерами составляют более 60% эффекта fiscal cliff.

Таблица 1. Изменения в доходах и расходах бюджета США в случае наступления fiscal cliff (2013 финансовый год)

Изменения по доходной части бюджета	млрд долл.	%
Истечение срока действия налоговых льгот (подходный налог, налог на имущество и т.д.)	221	36
Истечение срока действия сокращенной доли налога на зарплату, уплачиваемой работником	95	16
Истечение срока действия прочих законодательных актов	65	11
Налоги в рамках Affordable Care Act (2009)	18	3
Всего по доходной части бюджета	399	66
Изменения по расходной части бюджета	млрд долл.	%
Вступление в силу автоматических сокращений расходов в рамках Budget Control Act (2011)	65	11
Прекращение выдачи "экстренных" пособий по безработице	26	4
Снижение установленных в рамках программы Medicare зарплат врачей	11	2
Всего по расходной части бюджета	103	17
Прочие изменения в доходной/расходной части бюджета	105	17
Общее изменение бюджетного дефицита	607	100

Источник: Бюджетное управление Конгресса, ГПБ

Введенные в 2001 г., они были продлены в начале декабря 2010 г. для всех категорий населения еще на два года. Отметим, что в ходе состоявшихся в ноябре 2010 г. промежуточных выборах в Конгресс республиканцы вернули себе контроль в Палате представителей, (242 места против 179 мест в предыдущем созыве), а также укрепили свои позиции в Сенате на 6 мест до 47 мест, что усилило их переговорную позицию.

Таблица 2. Планируемые увеличения доходной части бюджета США в предстоящий 10-летний период

Элементы наращивания доходной части бюджета	млрд долл.
Отмена "бушевских" сниженных налоговых ставок для семей, чей годовой доход превышает 250 тыс. долл., в том числе:	849
<i>повышение налоговых ставок для разных категорий граждан с 10%, 15%, 25%, 28%, 33% и 35% до 15%, 20%, 31%, 36% и 39,6% соответственно</i>	442
<i>повышение ставки налога на дивиденды до уровня налога на доходы для каждой отдельной категории граждан с текущих 15% для большинства налогоплательщиков</i>	206
<i>отмена отдельных налоговых вычетов</i>	123
<i>повышение ставки налога на доход от прироста капитала с 15% до 20%</i>	36
Снижение налоговых льгот для семей, чей годовой доход превышает 250 тыс. долл. (включая льготы, связанные с благотворительностью и ипотекой)	584
Повышение максимальной ставки налога на недвижимость до 55% с 35% и снижение налогового вычета до 1 млн долл. с 5 млн долл.	119
Повышение ставки налога на доходы трейдеров (опционы и сырьевые товары)	2,9
Прочие изменения в налоговой политике	21,8
Общее увеличение доходной части бюджета за 10 лет	1535

Источник: WSJ, CNN, ГПБ

Сейчас демократы предлагают продлить «бушевские» сниженные налоговые ставки еще раз, но с существенной оговоркой – только для семей с годовым доходом менее 250 тыс. долл. Республиканцы жестко настаивают на «фронтальном» сохранении текущих сниженных ставок, в том числе и для состоятельных американцев.

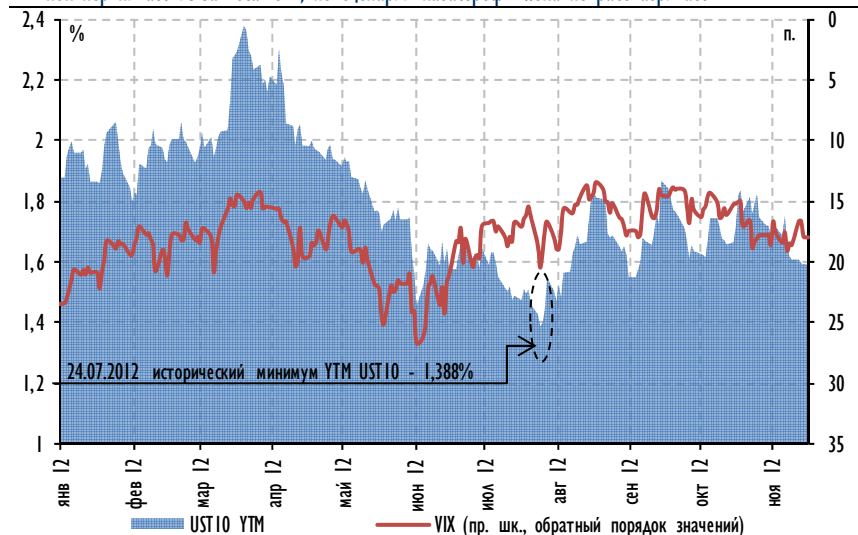
Отметим, что летом 2011 г. обе партии были близки к заключению соглашения снизить дефицит на 4 трлн долл. за 10 лет, при этом «вклад» дополнительных доходов должен был составить 800 млрд долл. Однако из-за предложения Б. Обамы увеличить «вклад» дополнительных доходов до 1,2 трлн долл. переговоры сорвались. В настоящий момент предложенный президентом бюджет предусматривает дополнительные доходы около 1,5 трлн долл. (см. таблицу 2), однако, по словам Б. Обамы, эта сумма может быть предметом обсуждения. Представители Республиканской партии ранее указывали на компромиссный вариант в 1 трлн долл.

Между тем уверенная победа Б. Обамы на выборах (332 голоса выборщиков при необходимых 270 голосах), судя по всему, начала вносить коррективы в позицию республиканцев. Уже несколько видных представителей партии, включая советника по экономическим вопросам М. Ромни и лидера партии в Палате представителей, заявили о возможности повышения налогового бремени для состоятельных граждан. Однако на прямое повышение налогов они по-прежнему идти не готовы, предлагая нарастить «доходную часть» в данном случае через сокращение налоговых преференций и лазеек. В свою очередь демократы выразили готовность сократить социальные программы (Medicare, Medicaid и т.д.), но только в увязке с повышением налогов.

Существенным фактором для дополнительного смягчения позиции республиканцев может оказаться общественное мнение. По данным опроса Pew Research Center и Washington Post, проведенного 8-11 ноября, в случае реализации сценария fiscal cliff 53% опрошенных будут винить в этом именно Республиканскую партию и лишь 29% – Б. Обаму. В целом 51% американцев считают, что сценарий fiscal cliff реализуется (не считают это вероятным лишь 38% респондентов).

Примечательно, что рынки, хотя и находятся под давлением неопределенности вокруг fiscal cliff, пока, судя по всему, все же надеются, что политикам удастся договориться. За поствыборный период доходность UST10 снизилась на 17 б.п. до 1,58% к текущему моменту, однако она все же на 19 б.п. выше исторически минимального уровня (1,39%), достигнутого в конце июля т.г., когда основными факторами спроса на защиту «десятки» являлись долговые проблемы Европы (см. Диаграмму).

Рынок нервничает из-за fiscal cliff, но сценарий катастрофы пока не рассматривает



Источник: Bloomberg, Газпромбанк



Если следовать этой логике, доходность UST10 сейчас должна обновлять исторический минимум, учитывая, что на этот раз негативный фактор является более «близким» и существенным для экономики США (по прогнозу Бюджетного комитета Конгресса, fiscal cliff приведет к падению ВВП США в 2013 г. на 0,5% и росту безработицы до 9,1% с текущих 7,9%). Отсутствие такой динамики, а также умеренное снижение «индекса страха» VIX, по нашему мнению, свидетельствует о надеждах рынка избежать падения с «фискального обрыва».

Учитывая разные сроки, необходимые для урегулирования вопросов по «бушевским» налоговым льготам и долгосрочному снижению дефицита, мы не исключаем двухступенчатого сценария решения проблемы fiscal cliff: до конца т.г. – устранить угрозу одномоментного «фискального сжатия» (автоматические меры сокращения госрасходов и повышение налогов вступят в силу 1-2 января), а переговоры по дефициту бюджета отложить на 2013 г.

Отметим, что Moody's и Fitch на прошлой неделе высказались по поводу fiscal cliff. Moody's намерено в случае реализации fiscal cliff оценить эффект на экономику США и лишь затем принимать решение по суверенному рейтингу, в то время как для Fitch сама неспособность политиков договориться может стать поводом для негативного рейтингового действия.

Алексей Тодоров
Alexey.Todorov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 44 43)

«Меньшевики» из ФРС

Накануне главы сразу трех ФРБ подвергли критике ультрамягкую политику ФРС. Ч. Пlossер (Филадельфия, не голосует в 2012 г.), который заявил, что такая ДКП несет в себе «моральную угрозу» и может вызвать всплеск инфляции в будущем, а также ведет к потере доверия к регулятору. Дж. Лэккер (Ричмонд, голосует в 2012 г.) отметил, что «анемичный» рост экономики США не должен быть поводом для дополнительных стимулов. Р. Фишер (Даллас, не голосует в 2012 г.) видит проблему в том, что ультрамягкая политика ФРС устраняет стимул для политиков решать проблему бюджетного дефицита.

Мы полагаем, что даже столь массивные «вербальные» интервенции не приведут к смене политики ФРС в обозримом будущем: сторонники мягкой ДКП будут доминировать в FOMC и в 2013 г. Кроме того, в случае решения регулятора расширить программу выкупа активов за счет Treasuries, которую, по нашим ожиданиям, он может принять на декабрьском заседании, голос Дж. Лэккера, весь 2012 г. голосовавшего против решений Комитета, роли не сыграет.

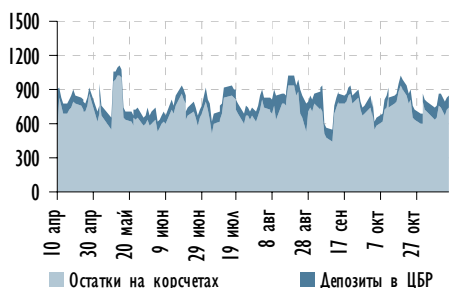
Глава ФРС накануне заявил, что, несмотря на улучшения состояния рынка труда в последние несколько месяцев, «нам не следует довольствоваться достигнутым прогрессом». Мы склонны интерпретировать эти слова Б. Бернанке как еще один намек на возможность дополнительных стимулов со стороны регулятора.

Алексей Тодоров
Alexey.Todorov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 44 43)



МАКРОЭКОНОМИКА И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Остатки на корсчетах и депозитах ЦБР



Источник: Bloomberg

Денежный рынок: инновации от ЦБ РФ

- ▶ В 2013 г. ставки по длинным операциям рефинансирования могут привязать к ставкам аукционов РЕПО с ЦБ

Вчера зампред ЦБ РФ С. Швецов заявил, что в Банке России рассматривают возможность привязки плавающих ставок по длинным кредитам ЦБ к ставкам аукционного РЕПО. Ранее сообщалось, что механизм плавающих ставок будет завязан на RUONIA, и это будет распространяться на кредиты под нерыночные активы и поручительства, валютные свопы, РЕПО сроком свыше 3 месяцев.

Учитывая, что в среднем спред RUONIA к аукционному РЕПО овернайт составляет 10-20 б.п. (хотя в отдельных случаях он достигает 100 б.п.), привязка плавающих ставок к последнему индикатору является позитивным сигналом, поскольку может обещать более дешевое рефинансирование по сравнению с первоначальным вариантом.

- ▶ Чистая ликвидная позиция снизилась на 68,9 млрд руб.

Остатки на корсчетах и депозитах по состоянию на 16 ноября снизились на 4,3 млрд руб. до 845,2 млрд руб. Совокупная задолженность банков перед ЦБ и Федеральным казначейством увеличилась на 64,6 млрд руб. до 2,81 трлн руб. В итоге чистая ликвидная позиция опустилась на 68,9 млрд руб. до минус 1,97 трлн руб.

- ▶ Операции рефинансирования: ЦБ расширил предложение ликвидности из-за уплаты налогов

В последний день уплаты страховых взносов во внебюджетные фонды Банк России вчера на аукционе РЕПО овернайт предложил 270,0 млрд руб. (+90,0 млрд руб.). Однако спрос со стороны участников рынка был ниже: всего было заключено сделок на 246,0 млрд руб. Средневзвешенная ставка по основной сессии торгов составила – 5,64% (-1 б.п.).

Федеральное казначейство разместило на банковские депозиты 33,2 млрд руб. (при лимите 50,0 млрд руб.) по средневзвешенной ставке 6,30% (соответствует минимальной). Напоминаем, что сегодня банки должны вернуть Росказне 50,0 млрд руб.

- ▶ Ставки междилерского РЕПО выросли на 16 б.п.

Расчеты по страховым взносам на обязательное страхование способствовали росту ставок однодневного междилерского РЕПО еще на 9 б.п. до 6,40%. С конца прошлой недели ставки выросли на 48 б.п., в т.ч. на 22 б.п. в понедельник-вторник за счет сокращения лимитов по операциям ЦБ на открытом рынке. С приближением налогового периода за два последних дня рост достиг 25 б.п.

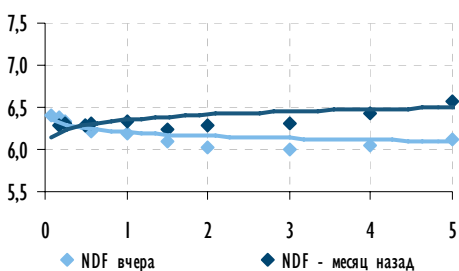
Оборот торгов в секции междилерского РЕПО овернайт составил 81,2 млрд руб., что на 0,5 млрд руб. меньше, чем днем ранее.

- ▶ Валютный рынок: рубль мало изменился против корзины

Несмотря на слабые макроэкономические данные по Европе, явно подтверждающие затягивание рецессии и продолжающийся рост опасений относительно «fiscal cliff» в США, российский рубль сумел удержаться от резкого падения. Причиной тому послужили налоговые оттоки, связанные с уплатой страховых взносов в фонды.

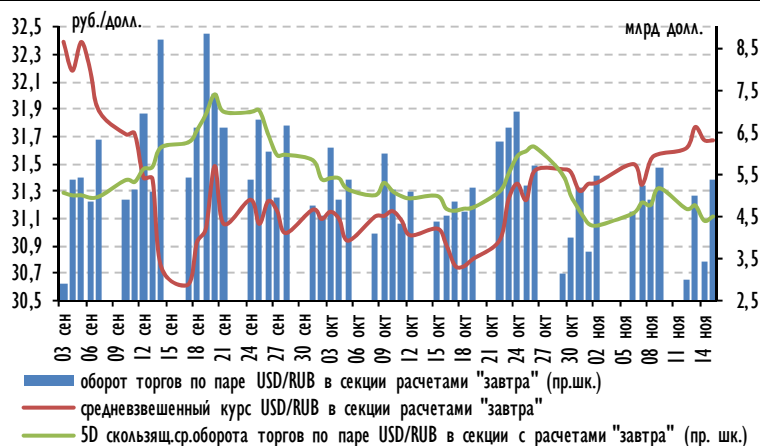
В итоге бивалютная корзина немного выросла (до 35,61 руб., +0,02 руб.) за счет удорожания евро до 40,44 руб. (+0,06 руб.). В то время как доллар США снизился на 0,02 руб. до 31,66 руб. Оборот торгов по паре USD/RUB в секции с расчетами «завтра» составил 5,4 млрд долл., что на 2,0 млрд долл. больше днем ранее.

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



Источник: Bloomberg

Средневзвешенный курс и обороты торгов по паре USD/RUB в секции с расчетами «завтра»



Источник: ЦБ РФ, Газпромбанк

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

КРЕДИТНЫЕ КОММЕНТАРИИ

 ОТП Банк
 S&P/Moody's/Fitch

-/Ba2/BB

Результаты ОТП Банка за 3К12 по МСФО – без сюрпризов

Новость. Вчера ОТП Bank Plc. представил финансовые результаты деятельности за 3К12 и 9М12 по управленческой отчетности согласно МСФО. Опубликованный группой пресс-релиз также содержит основные показатели российского ОТП Банка, которые традиционно отличаются достаточно высокой степенью сопоставимости с официальной МСФО-отчетностью организации.

Комментарий. Результаты российского ОТП Банка вновь оставляют неоднозначное впечатление. Кредитный портфель по-прежнему растет темпами медленнее сектора (+5,1% по валовому портфелю за 9М12), его качество продолжает ухудшаться – доля NPL к концу 3К12 достигла уже 16,4% (+1,6 п.п. кв/кв и +2,9% п.п. г/г). Компенсацией данных негативных тенденций все еще выступают высокие показатели чистой процентной маржи (17,7% в 3К12, данные банка) и рентабельности капитала (25,7%), пусть и снижающиеся в квартальном сопоставлении (см. таблицу ниже).

Бизнес-модель ОТП Банка продолжает работать и генерировать прибыль, поэтому рублевые облигации банка, предлагающие двузначные уровни доходности на горизонте инвестирования менее 1,5 лет, остаются привлекательными для покупки с точки зрения relative value. С другой стороны, по нашему мнению, рискованность данной инвестиции растет – по мере дальнейшего увеличения NPL банка.

Выборочные финансовые показатели российского ОТП Банка по МСФО, млрд руб.*

	1К11	2К11	3К11	4К11	1К12	2К12	3К12
ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ							
Чистые процентные доходы	4,2	4,3	4,6	5,1	5,5	5,7	5,9
Чистые комиссионные доходы	0,5	0,6	0,7	0,7	0,5	0,8	0,8
Операционные доходы	4,5	4,9	5,5	5,9	6,0	6,7	6,6
Операционные расходы	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,3)	(2,4)	(2,3)	(2,4)
Резервы под обесценение кредитов	(0,7)	(0,8)	(1,5)	(1,0)	(1,6)	(2,4)	(2,3)
Чистая прибыль	1,1	1,4	1,3	2,1	1,5	1,5	1,5
АКТИВЫ							
Валовый кредитный портфель	72,5	77,0	89,1	98,0	96,4	96,4	103,0
Резервы под обесценение	(8,6)	(8,6)	(10,3)	(9,7)	(11,3)	(13,6)	(15,8)
Чистый кредитный портфель	63,9	68,4	78,8	88,3	85,1	82,8	87,3
Итого активов	95,5	91,9	105,4	116,6	122,8	128,7	135,6
ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И КАПИТАЛ							
Средства других банков	15,4	9,4	13,3	12,3	13,9	12,9	13,5



Средства клиентов	53,0	55,5	58,8	65,6	62,2	67,6	72,3
Долговые бумаги в обращении	6,1	5,2	10,2	14,2	20,1	19,8	19,0
Субординированный долг	2,1	2,2	2,4	2,4	2,2	2,4	2,3
Собственные средства	15,9	17,1	17,9	19,4	21,2	22,5	24,3
Ключевые коэффициенты							
Рентабельность капитала (ROAE)	29,0%	34,0%	30,8%	44,7%	29,8%	28,0%	25,7%
Чистая процентная маржа (NIM)	17,6%	18,1%	18,4%	18,6%	18,6%	18,2%	17,7%
Стоимость риска	3,8%	4,5%	7,2%	4,3%	6,7%	9,8%	9,0%
Кредиты с просрочкой более 90 дней	14,1%	13,3%	13,0%	11,1%	12,4%	14,8%	16,4%
Резервы/Кредиты	11,9%	11,2%	11,5%	9,9%	11,7%	14,1%	15,3%
Нетто кредиты/Депозиты	120,5%	123,2%	134,1%	134,6%	136,8%	122,5%	120,8%

* показатели отчета о прибылях и убытках переведены из венгерских форинтов в рубли по среднему курсу ЦБ за период, балансовые показатели – по курсу на отчетную дату
Источник: OTR Bank Plc., расчеты Газпромбанк

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

Северсталь
S&P/Moody's/Fitch

BB+/Ba1/BB

Северсталь: финансовые результаты по МСФО за 9М12

Новость: Северсталь вчера опубликовала финансовые результаты по МСФО за 9М12, которые мы в целом оцениваем нейтрально. Мы не видим существенного потенциала в торгуемых выпусках еврообондов Северстали на текущих уровнях премии к кривой Газпрома (170-185 б.п. в терминах Z-спреда).

Комментарий:

Выручка и прибыль – снижение на фоне негативной конъюнктуры рынков. Выручка компании сократилась на 3% в квартальном сопоставлении до 3,6 млрд долл., показатель EBITDA снизился на 18% до 548 млн долл., главным образом на фоне падения цен на сталь (-8% кв/кв по основным продуктам в российском дивизионе). Рентабельность по EBITDA сократилась с 17,9% в 2К12 до 15,3% в 3К12. Мы отмечаем, что в предыдущем квартале данный показатель у Северстали была примерно одинаков с НЛМК, но на этот раз она оказалась ниже почти на 1 п.п. за счет более высокой вертикальной интеграции Северстали (на фоне падения цен на сырье).

Сильные показатели российского сегмента. Несмотря на слабую рыночную конъюнктуру, российскому подразделению Северстали удалось повысить рентабельность по EBITDA с 12,2% во 2К12 до 12,6% в 3К12 на фоне увеличения объемов продаж и совершенствования ассортимента продукции, а также снижения цен на сырье и ослабления рубля (примерно на 3% в квартальном сопоставлении). В североамериканском дивизионе рентабельность по EBITDA снизилась с 7,2% до 1,9%, оставшись, тем не менее, на положительной территории, несмотря на значительное сокращение объемов продаж (-10% в квартальном сравнении). В горнодобывающем сегменте рентабельность EBITDA снизилась с 37% в 2К12 до 33% в 2К12.

Прогнозы руководства. Результаты российского подразделения за 4К12, по ожиданиям руководства компании, будут слабей, чем в предыдущем квартале из-за сезонных факторов. Руководство Северстали ожидает стабильных цен на коксующийся уголь и железную руду до конца года, а вот сталь может подешеветь.

Денежные потоки, долговая нагрузка. Несмотря на ухудшение конъюнктуры, Северсталь продолжает генерировать положительный свободный денежный поток: в 3К12 он вырос почти втрое к уровню предыдущего квартала на фоне высвобождения средств из оборотного капитала (224 млн долл.). Долговая нагрузка компании практически не изменилась с момента последней отчетной даты. В терминах «Чистый долг/12М EBITDA», левиредж остается умеренным (1,4x), хотя показатель и вырос по сравнению с последней отчетной датой (1,2x) на фоне ухудшения долгосрочного показателя EBITDA.

По состоянию на 30/09/12 более трети долга компании носило краткосрочный характер: объем погашений в 4К12 – 461 млн долл., в



2013 – порядка 1,5 млрд долл. Отметим, что после отчетной даты Северсталь улучшила структуру портфеля по срочности, разместив 10-летний выпуск евробондов на 750 млн долл. (средства предполагается направить на рефинансирование). В целом риски ликвидности компании минимальны, учитывая накопленный запас денежных средств на балансе (более 2 млрд долл.).

Финансовые показатели Северстали по МСФО, млн долл.

	2010	2011	9М12	г/г	9М11	3К12	кв/кв	2К12
Выручка	12 819	15 812	10 988	-9%	12 085	3 591	-3%	3 718
ЕБИТДА	3 010	3 590	1 780	-37%	2 823	548	-18%	667
<i>ЕБИТДА рентабельность, %</i>	<i>23%</i>	<i>23%</i>	<i>16%</i>	<i>-7 п.п.</i>	<i>23%</i>	<i>15,3%</i>	<i>-3 п.п.</i>	<i>17,9%</i>
Операционный денежный поток	1 539	2 177	1 423	-14%	1 652	593	27%	467
Капитальные вложения	-1 075	-1 716	-979	-19%	-1 208	-329	-11%	-371
Свободный денежный поток	464	461	444	0%	443	264	176%	96
Всего активов	19 408	17 910	15 829	-	-	15 829	3%	15 321
Собственный капитал	7 350	7 067	7 440	-	-	7 440	8%	6 859
Совокупный долг, в том числе	6 146	5 976	5 726	-	-	5 726	1%	5 692
<i>доля краткосрочного долга, %</i>	<i>23%</i>	<i>20%</i>	<i>34%</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>34%</i>	<i>6 п.п.</i>	<i>28%</i>
Денежные средства и эквиваленты	2 025	1 864	2 121	-	-	2 121	9%	1 943
Показатели								
Долг/Капитал, х	0,8	0,8	0,8	-	-	0,8	-	0,8
ЕБИТДА/Чистые процентные расходы, х	5,8	9,3	6,6	-	-	6,6	-	6,7
Чистый долг/12М ЕБИТДА, х	1,4	1,1	1,4	-	-	1,4	-	1,2
Долг/12М Свободный денежный поток, х	13,2	13,0	12,4	-	-	12,4	-	7,1

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

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

Наталья Шевелева
Natalia.Sheveleva@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 48)

ФСК ЭЭС (BBB/Baa2/-) опубликовала финансовые результаты за 1П12. Нейтрально для облигаций

ФСК
S&P/Moody's/Fitch

BBB/Baa2/-

Новость. ФСК ЭЭС вчера опубликовала финансовые результаты по МСФО, а также провела телефонную конференцию по итогам первого полугодия 2012 г.

По итогам отчетного периода выручка сократилась на 6% г/г, ЕБИТДА – на 14%, рентабельность по ЕБИТДА снизилась на 5,1 п.п. до 56%.

Комментарий. Снижение финансовых результатов не стало сюрпризом из-за проводимого ранее пересмотра тарифов в рамках RAB-регулируемого. Во втором полугодии негативный эффект от пересмотра будет частично нивелирован – ФСТ одобрила повышение тарифов на 2012-2014 гг. с 1 июля 2012 – на 11%, с 1.07.13 и 01.07.14 – на 9,4%.

Величина свободного денежного потока в отчетном периоде оставалась также в отрицательной зоне в рамках финансирования ФСК ЭЭС значительной инвестиционной программы. Капитальные расходы за период составили 59,7 млрд руб., что составляет 36% от планируемого объема вложений в 2012 г. (166 млрд руб. без НДС). Таким образом, около 64% CapEx приходится на вторую половину года, что нашло отражение в увеличившемся объеме размещений на рублевом рынке (в августе и октябре компания успешно разместила облигационные выпуски общим объемом 45 млрд руб.).

Несмотря на увеличение заимствований, уровень долговой нагрузки ФСК остается умеренным – соотношение «Чистый долг/ЕБИТДА» по итогам 1П12 составило 1,56х (1,43х при учете банковских векселей на балансе) по сравнению с 1,26х по итогам 2011 г. Риски рефинансирования на текущем этапе мы оцениваем как низкие – доля краткосрочного долга составляет всего 2%, пик погашения приходится на 2014 г., к тому же, по состоянию на 30 июня, компания располагала невыбранными долгосрочными кредитными линиями на 112,5 млрд руб.



По сообщениям менеджмента, в Минэнерго РФ на стадии согласования находится инвестпрограмма ФСК на 2012-2017 гг. Согласно ей, средние ежегодные вложения компании оцениваются в 155 млрд руб.; с учетом текущих параметров, утвержденных на 2012–2014 гг., объем капиталовложений в 2015–2017 гг. может снизиться до уровня 142 млрд руб./год.

Мы не ожидаем реакции в рублевых облигациях компании, которые торгуются с премией 120-150 б.п. к суверенной кривой.

Основные финансовые результаты ОАО «ФСК ЕЭС» по МСФО, млн руб.

	2010	2011	1П12	п/п	1П11
Выручка	113 330	139 571	66 909	-6%	71 217
ЕБИТДА*	59 741	84 354	37 448	-14%	43 528
Рентабельность по ЕБИТДА*, %	52,7%	60,4%	56,0%	-5%	61,1%
Операционный денежный поток	52 724	63 646	32 459	-5%	34 173
Капитальные вложения	142 743	155 120	59 685	-14%	69 581
Свободный денежный поток	-90 019	-91 474	-27 226	-23%	-35 408
Всего активов	1 071 648	1 163 677	1 188 659	10%	1 077 391
Собственный капитал	874 104	898 107	904 355	2%	888 815
Финансовый долг, в том числе	61 815	137 466	158 103	15%	63 136
Доля краткосрочного долга, %	13%	2%	2%	0%	13%
Денежные средства и эквиваленты	18 179	26 811	30 988	16%	21 336
Показатели					
Долг/Собственный капитал, х	0,1	0,2	0,2	-	0,1
ЕБИТДА/Процентные расходы, х	31,3	14,3	6,7	-	20,6
Чистый финансовый долг/ЕБИТДА, х	0,66	1,26	1,43	-	0,52

*ЕБИТДА = операционная прибыль, скорр. на величину амортизации, доходов/расходов от реализации основных средств, а также резервов под обесцененную задолженность

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Дмитрий Котляров
Dmitry.Kotlyarov@gazprombank.ru
+7 (495) 913 78 26

Екатерина Зиновьева
Ekaterina.Zinovyeva@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 5 44 42)



Календарь событий долгового и денежного рынка

Дата	Событие	Объем, млн руб.
16.11.12	Оферта Юникредит Банк, 4	10 000
	Оферта Банк Русский стандарт БО-1	5 000
	Возврат Казначейству РФ средств с депозитов	50 000
19.11.12	Оферта Банк Зенит БО-3	3 000
20.11.12	Погашение ИТЕРА Финанс, 1	5 000
	Оферта Ростелеком, 10	3 000
	Уплата 1/3 НДС за 3-й квартал 2012 г.	
21.11.12	Оферта Пеноплекс Финанс, 2	2 500
	Аукцион ОФЗ 26208	35 000
	Возврат Казначейству РФ средств с депозитов	40 000
22.11.12	Погашение Газпромбанк, 5	20 000
26.11.12	Оферта РЖД, 12	15 000
	Оферта РСХБ, 8 и РСХБ, 9	10 000
	Уплата акцизов, НДС	
27.11.12	Оферта РК Казначей, 1	3 000
28.11.12	Оферта Банк Зенит БО-6	5 000
	Купонные выплаты по ОФЗ	3 231
	Аукцион ОФЗ 25080	15 000
	Уплата налога на прибыль	
	Возврат Казначейству РФ средств с депозитов	38 400
29.11.12	Погашение МДМ Банк БО-1	5 000
30.11.12	Оферта СМП Банк, 1	3 000

Источник: данные компаний, Bloomberg, Reuters

Календарь основных корпоративных событий

Дата	Событие	Период
21.11.12	Alliance oil: финансовые результаты по МСФО	3К12
25.11.12	Лукойл: финансовые результаты по US GAAP	3К12
28.11.12	Черкизово: финансовые результаты по US GAAP	9М12
середина ноября	Мечел: финансовые результаты по US GAAP	9М12 и 3К12
ноябрь	Акрон: финансовые результаты по МСФО	3К12
конец ноября	Транснефть: финансовые результаты по МСФО	3К12
конец ноября	ТМК: финансовые результаты по МСФО	9М12 и 3К12
начало декабря	Башнефть: финансовые результаты по МСФО	3К12
14.12.12	Татнефть: финансовые результаты по US GAAP	3К12
середина декабря	ММК: финансовые результаты по МСФО	9М12 и 3К12
декабрь	НМТП: 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, CFA

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

Эрик Де Пой

+7 (495) 983 18 00, доб. 54440

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

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 Банкин

+7 (495) 983 18 00, доб. 54072

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

Электроэнергетика

Дмитрий Котаров

+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, CFA

Начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Стратегия

Иван Синельников

+7 (495) 983 18 00

доб. 54074

Алексей Тодоров

+7 (495) 983 18 00

доб. 54443

Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00

доб. 21417

Екатерина Зиновьева

+7 (495) 983 18 00

доб. 54442

Количественный анализ и ИТ развитие

Тимур Семенов

+7 (495) 287 61 00, доб. 54424

Дмитрий Селиванов

Редакторская группа

Михаил Сиделёв

+7 (495) 983 18 00, доб. 54084

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

Управляющий директор - Начальник департамента

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодинкина

+7 (495) 988 23 75

Трејдинг

Александр Питалефф, старший трейдер

+7 (495) 988 24 10

Денис Войниконис

+7 (495) 983 74 19

Артем Белобров

+7 (495) 988 24 11

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 торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Миронов

Начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Управление рынков фондового капитала

Алексей Семенов, CFA

Начальник управления

+7 (495) 989 91 34

Управление электронной торговли

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

Трејдинг +7 (800) 200 70 88

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пещименти

+7 (495) 989 91 27

Трејдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Тимур Зубайраев, CFA

+7 (495) 913 78 57

Владимир Кравос

+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.