

7 апреля 2010

Содержание

- **Инфляция: продовольственный шок затухает** **Стр 1**
- **НЛМК: итоги 2009 года по МСФО** **Стр 2**
- **Аукцион Москва 48: ОФЗ 46018 интереснее** **Стр 3**

Инфляция: продовольственный шок затухает

По данным Росстата инфляция в марте составила 0.6%, что для данного месяца совсем неплохо. Несмотря на небольшое ускорение, темпы роста цен в сегменте непродовольственных товаров и секторе услуг являются по-прежнему чрезвычайно низкими. Как мы и ожидали, в марте продолжало ощущаться инфляционное давление со стороны продовольственных товаров. В то же время ускорения роста цен в этом сегменте не происходит, скорее можно говорить о постепенном затухании январского ценового шока. Мы прогнозируем, что инфляция в апреле составит 0.4%.

Небольшое ускорение роста цен в непродовольственном сегменте произошло главным образом из-за двух категорий товаров: табачные изделия и бензин. По нашему мнению, в первом случае причиной является повышение акцизов, а во втором – рост цен на нефть. В остальных категориях непродовольственных товаров наблюдалась либо стабилизация, либо снижение темпов роста цен. В секторе услуг также произошел определенный рост инфляции (с исключением сезонности), в основном за счет услуг пассажирского транспорта. Разовые всплески цен в этом сегменте случались и в 2009 году, однако они не приводили к смене общего тренда.

В продовольственном сегменте по-прежнему наблюдались высокие темпы роста цен на молоко, яйца и алкоголь. Однако наблюдаемый в прошлых месяцах всплеск цен на крупы, рыбопродукты, подсолнечное масло и сахар закончился. В то же время продолжилось снижение цен на мясо. В целом, мы отмечаем, что риски роста продовольственной инфляции, на которые мы указывали в прошлых обзорах, похоже, в ближайшей перспективе не реализуются. Однако мы по-прежнему считаем, что в текущих экономических условиях Россия скорее импортирует инфляцию извне, чем создаст ее за счет роста внутреннего спроса.

По нашим прогнозам, инфляция в апреле составит 0.4%. На наш взгляд, для Банка России такая ценовая динамика вполне приемлема, и, учитывая продолжающуюся стагнацию в экономике, нет никаких причин останавливать смягчение денежно-кредитной политики. В то же время, вчера министр финансов Алексей Кудрин высказал свое «частное мнение эксперта» за остановку снижения процентных ставок ЦБ. Однако мы не считаем, что в Банке России автоматически воспримут такое высказывание как руководство к действию. Скорее всего, это будет еще одним фактором в пользу остановки снижения процентных ставок несколько позднее, в конце первой половины года. Поэтому в апреле мы все же ожидаем снижение процентных ставок ЦБ еще на 0.25%.

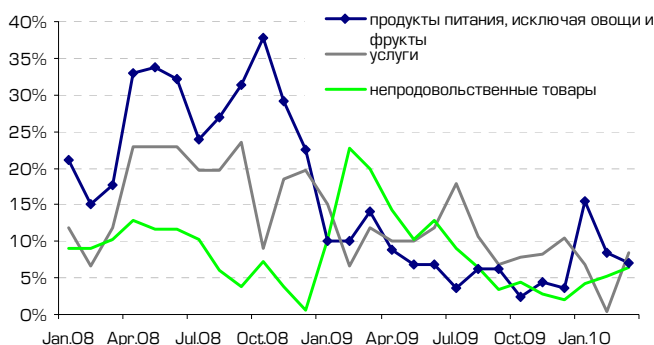
Данные по инфляции в марте были вполне позитивными, в апреле темпы роста цен составят 0.4%

За счет разовых эффектов произошло небольшое ускорение роста цен в сегменте непродовольственных товаров и секторе услуг

В продовольственном сегменте происходит постепенное затухание январского ценового шока

Несмотря на высказывания Кудрина, Банк России снизит ставки в апреле на 0.25%

Изменение цен за месяц в пересчете на годовые темпы роста (с исключением сезонности)



НЛМК: итоги 2009 года по МСФО

Вчера Новолипецкий Metallургический Комбинат (НЛМК: ВВВ–/Ва1/ВВ+) опубликовал аудированную отчетность по МСФО за 2009 год. Результаты подтверждают высокий уровень кредитного качества компании: несмотря на негативный эффект от кризисных тенденций 2009 года ее рентабельность и долговая нагрузка остаются под контролем. Кредитный профиль компании не вызывает опасений, что вполне отражается в котировках рублевых облигаций НЛМК и они вряд ли отреагируют на опубликованные данные. По нашему мнению НЛМК не будет существенно наращивать долговую нагрузку в 2010 году, т.к. собственный денежный поток компании будет достаточен для финансирования большей части запланированных капитальных затрат. Тем не менее, мы ожидаем увидеть предложение новых рублевых облигаций НЛМК в 2010 году.

Финансовые результаты НЛМК по МСФО, US\$ млн

Год	Выручка	Валовая рентабельность	ЕБИТДА	Рентабельность ЕБИТДА	Валовый долг	Долг/ЕБИТДА	Чистый Долг / ЕБИТДА
2009	6 140	40.2%	1 414	23.0%	2 496	1.8	0.9
1п2009	2 586	35.4%	428	16.6%	2 794	3.3	1.4
2008	11 699	50.3%	4 688	40.1%	3 010	0.6	0.2
2007	7 719	53.8%	3 412	44.2%	1 610	0.5	0.1

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

В 2009 году НЛМК в 2 раза сократил как объем выручки, так и рентабельность по ЕБИТДА. Тем не менее, на годовых показателях сказались слабые результаты первого полугодия в то время как в четвертом квартале рентабельность по ЕБИТДА составила уже 29%. Благодаря существенному запасу наличности, а также изначально умеренному уровню заимствований, долговая нагрузка НЛМК оказалась в довольно консервативных пределах даже по результатам года (0.9x Чистый Долг/ЕБИТДА). Если за основу взять приведенный к годовому значению объем ЕБИТДА в 4кв2009 года, то показатель долговой нагрузки оказался бы на уровне 0.6x.

В 2010 году ключевой проблемой НЛМК остается все еще слабый внутренний спрос и растущие цены на сырье. Поскольку НЛМК не обеспечен собственным коксующимся углем, рост цен в начале 2010 года на этот вид сырья окажет давление на рентабельность компании. Однако НЛМК уже заключил контракты на поставку наиболее качественных и дорогих углей по фиксированным ценам на весь 2010 год, что частично ослабит зависимость компании от квартальных колебаний цен на сырье. Дополнительным фактором поддержки рентабельности окажется ожидаемый рост доли продукции с высокой добавленной стоимостью с 25% в 2009 до 31% в 2010 году.

Объем капитальных затрат в 2010 году составит US\$1.9 млрд, что совпадает с уровнем предкризисного 2008 года. С учетом планируемого роста объемов производства и умеренной рентабельности, мы ожидаем, что операционного денежного потока может быть недостаточно для того, чтобы профинансировать весь объем инвестиций. В этом отношении, поддержку НЛМК окажет существенный запас наличности в объеме US\$1.3 млрд, а также возможности по привлечению нового долга (в т.ч. за счет зарегистрированных, но не размещенных рублевых выпусков в объеме эквивалентом US\$2.5 млрд). Скорее всего, в 2010 году НЛМК ограничится выпусками в заранее озвученном объеме 25 млрд рублей, что не приведет к существенному росту долговой нагрузки.

На сегодняшний день НЛМК представлен на рынке рублевых облигаций тремя выпусками биржевых облигаций, наиболее ликвидными из которых являются бумаги пятой и шестой серии. По текущим котировкам доходность к погашению выпуска НЛМК БО–5 составляет 7.6% при дюрации 2.2 года, а НЛМК БО–6 – 7.75% при дюрации 2.6 года. Мы полагаем, что на таком уровне доходности облигаций НЛМК вполне отражают его сильный кредитный профиль, и не видим потенциала к их снижению в ближайшее время. На фоне ажиотажного спроса на рынке рублевых облигаций, размещение новых выпусков компании едва ли окажет давление на цены его торгуемых бумаг.

НЛМК отчитался по МСФО – результаты позитивны, но уже полностью учтены в котировках рублевых бумаг компании

Ключевой позитивный момент – сохраняющийся контроль над рентабельностью и долговой нагрузкой даже в кризисном 2009 году

Проблемы 2010 года – все еще слабый спрос и растущие цены на сырье – могут быть компенсированы наличием долгосрочных контрактов на поставку угля и ростом доли HVA продукции

Объем инвестиций в 2010 году будет на уровне предкризисного 2008 года и в большей части сможет быть профинансирован за счет собственных средств НЛМК

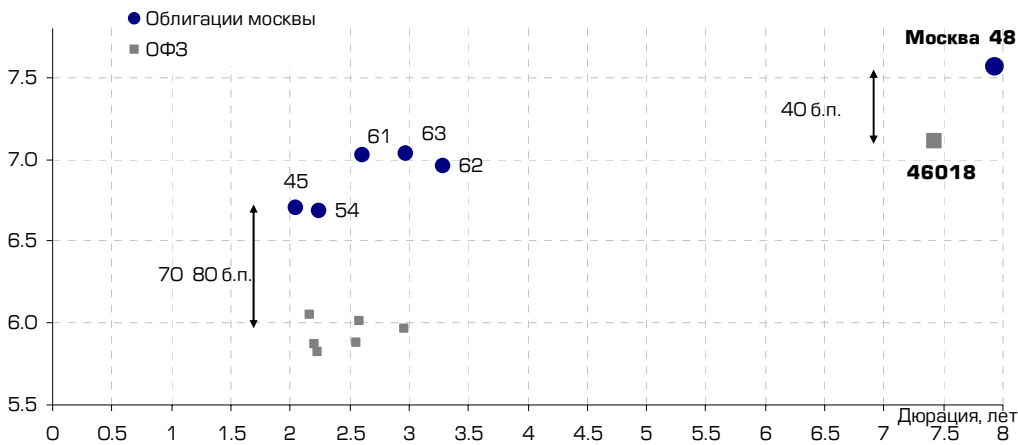
Потенциала в рублевых облигациях компании не видим, а предложение нового долга ограничено

Аукцион Москва 48: ОФЗ 46018 интереснее

Сегодня проходит аукцион по продаже выпуска Москва-48 объемом 10 млрд. руб. (дюрация 7.9 лет). В настоящий момент доходность этой бумаги на вторичном рынке находится в диапазоне 7.55-7.6%. Скорее всего, именно на таких уровнях и пройдет размещение этих облигаций. Однако мы не считаем оправданной покупку 48-го выпуска Москвы по текущим ценам, учитывая, что на рынке появилась более выгодная альтернатива – ОФЗ 46018.

В последние месяцы ОФЗ 46018 был практически неликвидным и купить его в значительном объеме было невозможно. Однако, начиная с прошлой пятницы, в этой бумаге появились крупные заявки на продажу. При этом спрэд в доходности Москва-48 к ОФЗ 46018 составляет сейчас всего 40 б.п., учитывая, что дюрация облигаций Москвы длиннее. В более коротких выпусках спрэд в доходности Москвы и ОФЗ значительно выше: 70-80 б.п. В такой ситуации покупка ОФЗ-46018 на вторичном рынке нам представляется предпочтительнее участия в аукционах Москвы.

Доходность облигаций Москвы и ОФЗ



ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес 119071, Ленинский пр т, д. 15А
Телефон (+7 495) 721 9900
Факс (+7 495) 721 9901

Константин Сорин konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru (+7 495) 981 2893
Антон Плетенев anton.pletenev@raiffeisen.ru (+7 495) 221 9801

Продажи

Наталья Пекшева sales@raiffeisen.ru (+7 495) 721 3609
Андрей Бойко (+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева (+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин (+7 495) 721 9978

Торговые операции

Александр Глебов aaglebov@raiffeisen.ru (+7 495) 981 2857
Семен Гавриленко semen.gavrilenko@raiffeisen.ru (+7 495) 721 9974

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно банковских операций

Никита Патрахин npatrakhin@raiffeisen.ru (+7 495) 721 2834
Выпуск облигаций
Олег Гордиенко ogordienko@raiffeisen.ru (+7 495) 721 2845
Олег Корнилов okornilov@raiffeisen.ru (+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич emikhalevich@raiffeisen.ru (+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев droumiantsev@raiffeisen.ru (+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова abaikova@raiffeisen.ru (+7 495) 225 9114
Татьяна Костина tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru (+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин tfaizulhin@raiffeisen.ru (+7 495) 721 9900

Аналитика

Операции на рынке облигаций

Организация облигационных займов

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.