



21 мая 2015 г.

Мировые рынки

Протокол FOMC: "ястребы" остаются в меньшинстве

Опубликованная вчера стенограмма с апрельского заседания FOMC свидетельствует о снижении доли "ястребов" (членов комитета, выступающих за повышение ключевой ставки в июне), что ожидаемо, учитывая слабые данные по экономике США (прежде всего, по промышленному производству), а также низкий уровень инфляции (данные за апрель выйдут завтра). Рынки нейтрально отреагировали на публикацию протокола. Вместе с ценами на нефть вчера наблюдалась и коррекция на рынке суверенных евробондов РФ (длинные выпуски Russia 42, 43 просели на 40-50 б.п.).

Экономика

Промпроизводство заметило кризис? Свежие данные Росстата указывают на резкое ускорение падения промпроизводства в апреле с -0,6% г./г. до -4,5% г./г. Такого серьезного сокращения этого показателя не наблюдалось с 2009 г. Основным фактором стали темпы падения обрабатывающей промышленности, которые ускорились с -1,9% г./г. до -7,2% г./г. (также рекордно низкий показатель). Пока не выйдут данные по отраслевой разбивке обрабатывающей промышленности сложно судить, какие отрасли внесли наибольший вклад в его падение. В целом мы ожидали ухудшения ситуации в промышленности на фоне снижения инвестиционной и потребительской активности. Для нас как раз удивительна была поразительная стабильность в динамике промпроизводства в 1 кв. 2015 (-0,4% г./г.), которая в то же время могла быть связана с позитивным эффектом девальвации рубля и повышением конкурентоспособности отечественных товаров. Однако после стремительного укрепления рубля в 1 кв. 2015 г. позитивный эффект девальвации на реальный сектор экономики значительно ослаб, и, возможно, именно с этим связано апрельское ухудшение ситуации в промышленности. Вместе с тем, по данным одного месяца сложно делать какие-либо обоснованные выводы, и, хотя резкое падение в промышленности выглядит логичным, нельзя исключать и возможность простого статистического выброса.

Инфляция г./г. продолжает снижаться. Свежие недельные данные Росстата указывают на продолжение позитивной динамики инфляции. На прошлой неделе, как и на позапрошлой, темпы роста цен составили 0,1%. Судя по этим данным, инфляция в терминах г./г. снизилась до 16,2% (с 16,4% г./г. в апреле) и с достаточной уверенностью можно утверждать, что к концу месяца она опустится до 16,0%, а может даже чуть ниже.

Рынок ОФЗ

Аукционы Минфина встретили высокий, но не агрессивный спрос

На вчерашних аукционах Минфина спрос заметно превысил предложение, составив 42,5 млрд руб. на ОФЗ 24018 (с плавающим купоном RUONIA + 74 б.п.) и 33,13 млрд руб. на ОФЗ 26212 (с фиксированным купоном 7,05% годовых), каждый выпуск был предложен в объеме 10 млрд руб. Несмотря на столь высокий спрос, длинный выпуск 26212 удалось реализовать в полном объеме, лишь предложив довольно щедрую премию: доходность по цене отсечения составила YTM 10,58%, в то время как сделки за день до аукциона проходили на уровне YTM 10,51%. Это свидетельствует о том, что участники рынка не предполагают снижения доходностей ОФЗ в ближайшее время (по-видимому, длинные госбумаги нашли равновесие на отметке 10,5%). Мы разделяем мнение рынка и считаем, что длинные позиции в ОФЗ следует хеджировать покупкой фьючерсов/форвардов и/или call-опционов на доллар.

Как и на ряде предыдущих аукционов, вчера участники проявили повышенный интерес к 3-летнему выпуску 24018, который был размещен в полном объеме по цене 99,75% от номинала, что соответствует плавающей доходности 6M OIS + 84 б.п. Такая премия к ставке RUONIA выглядит интересной для казначейств банков, принимая во внимание почти нулевое давление ОФЗ на капитал ($RW = 8,75\%$, общий процентный риск, обусловленный риском неблагоприятного изменения процентных ставок). Отметим, что с учетом 3-летних IRS (vs 3M MosPrime) с поправкой на разницу 3M MosPrime - 6M OIS (~100 б.п.) фиксированная доходность выпуска 24018 оценивается нами на уровне YTM 12,44%, в то время как 3-летние классические ОФЗ (26204) котируются с YTM 10,7%. Таким образом, потенциал для ценового роста 24018 еще сохраняется (до 102% от номинала).

Рынок корпоративных облигаций

ЕвроХим: девальвация вновь поддержала. См. стр. 2

МТС: дивиденды и Украина повысят долговую нагрузку. См. стр. 3

Совкомфлот: попутный ветер. См. стр. 4

ЕвроХим: девальвация вновь поддержала

**Нейтральные
результаты за 1 кв.
2015 г., девальвация
вновь пришла на
помощь**

Компания EuroChem Group AG (далее - ЕвроХим) (BB/-/BB) опубликовала финансовые результаты за 1 кв. 2015 г. по МСФО, которые мы оцениваем нейтрально. Несмотря на неблагоприятную ценовую конъюнктуру кв./кв. по некоторым видам продукции, продолжившееся обесценение рубля обеспечило рост EBITDA и рентабельности, хотя и намного меньшими темпами, чем в предыдущем 4 кв. Благодаря меньшим инвестициям в оборотный капитал, чистый операционный и свободный денежный потоки выросли существенно, что позволило компании нарастить "подушку" ликвидности. В итоге долговая нагрузка снизилась за 1 кв. с 1,8х до 1,6х Чистый долг/EBITDA LTM.

Ключевые финансовые показатели ЕвроХима

в млн долл., если не указано иное	1 кв. 2015	4 кв. 2014	изм.	1 кв. 2015	1 кв. 2014	изм.
Выручка	1 235,2	1 145,9	+8%	1 235,2	1 413,5	-13%
EBITDA	460,6	422,0	+9%	460,6	405,3	+14%
Рентабельность по EBITDA	37,3%	36,8%	+0,5 п.п.	37,3%	28,7%	+8,6 п.п.
Чистая прибыль/убыток	339,1	-640,7	-	339,1	-27,6	-
Операционный поток	344,0	176,6	+95%	344,0	134,2	+2,6х
Инвестиционный поток, в т.ч.	-130,8	-231,5	-43%	-130,8	-195,1	-33%
Капвложения	142,2	329,9	-2,3х	142,2	178,7	-20%
Финансовый поток	21,0	-130,5	-	21,0	-17,9	-
в млн долл., если не указано иное	31 марта 2015	31 дек. 2014	изм.			
Совокупный долг, в т.ч.	3 049,6	3 057,7	0%			
Краткосрочный долг	951,2	839,4	+13%			
Долгосрочный долг	2 098,4	2 218,3	-5%			
Чистый долг	2 473,5	2 694,3	-8%			
Чистый долг/ EBITDA LTM*	1,6х	1,8х	-			

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Давление на выручку
оказало снижение цен
на ЖРК и азотные
удобрения**

Выручка в 1 кв. 2015 г. повысилась на 8% кв./кв. до 1,2 млрд долл. при разнонаправленной динамике по основным видам продукции.

Так, выручка от реализации азотных удобрений сократилась на 4,5% кв./кв. до 516 млн долл. из-за снижения цен в среднем на 3-6% (аммиачная селитра, прилливированный карбамид) при увеличении объемов продаж на 4,6% кв./кв.

Также в 1 кв. росли объемы реализации фосфорных и сложных удобрений (+22% кв./кв.) и железорудного концентрата (+2,4% кв./кв.). При достаточно благоприятной ценовой конъюнктуре на рынке фосфорных удобрений (МАФ +4% кв./кв.) давление на выручку сегмента оказало заметное падение цен на железорудный концентрат (-18% кв./кв.). В итоге выручка сегмента выросла всего на 15,5% кв./кв. до 542 млн долл.

**Рост EBITDA и
рентабельности из-за
сокращения затрат в
долларовом
выражении**

Несмотря на снижение цен по отдельным видам продукции компании, продолжившаяся в 1 кв. девальвация рубля (в среднем еще на 33% кв./кв.) и, соответственно, падение затрат компании в долларовом выражении, обеспечила рост EBITDA на 9% кв./кв., рентабельности по EBITDA - с 36,8% до 37,3%. Во 2 кв. 2015 г. укрепление рубля, напротив, окажет давление на результаты компании.

**Заметный рост
операционного
потока привел к росту
накопленных
денежных средств**

Чистый операционный денежный поток в 1 кв. вырос существенно - почти вдвое кв./кв. до 344 млн долл., в частности, за счет инвестирования в оборотный капитал заметно меньшего объема средств, чем в предыдущем квартале (49 млн долл. против 339 млн долл.). В итоге операционного потока было более чем достаточно для покрытия капвложений, которые традиционно невысоки в начале года (142 млн долл.). Напомним, на 2015 г. они запланированы на уровне 1-1,2 млрд долл. Накопленные денежные средства за 1 кв., включая депозиты, выросли на 55% до 586 млн долл.

Риски

В ближайшие 12 месяцев компании предстоит погасить 951 млн долл. долга (в том числе

рефинансирования
оцениваем как
приемлемые

оферты по выпускам ЕвроХим, 02 и 03 в июле и ноябре 2015 г.), при этом на счетах аккумулировано только 586 млн долл. В отчетности компании указывается, что у нее имеются невыбранные кредитные линии всего на общую сумму ~100 млн долл. В целом риски рефинансирования мы оцениваем как приемлемые.

Мы считаем, что бонды EUCHEM 17 (YTM 5,3%), котирующиеся на уровне выпусков NLMKRU 18 и PHORRU 18, выглядят дорого. Лучшей им альтернативой являются бумаги NORDLI 18 (YTM 6,8%), эмитент которых имеет более низкую долговую нагрузку и близкий набор кредитных рейтингов.

Ирина Ализаровская
irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru
+7 495 721 9900 (8674)

Денис Порывай
denis.poryvay@raiffeisen.ru
+7 495 221 9843

МТС: дивиденды и Украина повысят долговую нагрузку

Хорошие результаты,
но к концу года
долговая нагрузка
может вырасти

Компания МТС (BB+/Ba1/BB+) опубликовала неплохие результаты за 1 кв. 2015 г. (лучше собственного прогноза на 2015 г.), опередив конкурентов по темпам роста выручки. Однако мы полагаем, что к концу года долговая нагрузка может вырасти из-за намерения сохранить высокие дивидендные выплаты и инвестиций в развертывание сети 3G на Украине.

Ключевые финансовые показатели МТС

в млн руб., если не указано иное	1 кв. 2015	1 кв. 2014	изм.
Выручка	100 182	97 546	+3%
OIBDA	41 309	42 154	-2%
Рентабельность по OIBDA	41,2%	43,2%	-2,0 п.п.
Чистая прибыль	10 887	12 708	-14%
Операционный поток	39 115	43 884	-11%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-90 949	-32 776	+3,0x
Капвложения	32 469	9 907	+3,0x
Финансовый поток	36 177	-4 749	-
в млн руб., если не указано иное	31 марта 2015	31 дек. 2014	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	329 662	289 965	+14%
Краткосрочный долг	44 752	41 416	+8%
Долгосрочный долг	284 910	248 549	+15%
Чистый долг*	285 886	228 555	+25%
Чистый долг/ OIBDA LTM**	1,6x	1,3x	-

*Чистый долг рассчитан как общий долг за вычетом денежных средств и эквивалентов

**OIBDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Сильные
операционные
показатели
оттеняются ростом
долговой нагрузки из-
за увеличения
инвестиций в сеть и
финансовые
инструменты

В отличие от конкурентов по Большой Тройке МТС продемонстрировала рост консолидированной выручки (+3% г./г.), что оказалось лучше собственного прогноза на 2015 г. (+2% г./г.). Приятным сюрпризом стал рост выручки от мобильной передачи данных в России, который составил +26% г./г. против 18% г./г. у VimpelCom Ltd и 10% г./г. у МераФона.

Превосходство в темпах роста подтверждает оправданность стратегии МТС по повышению проникновения недорогих смартфонов с целью стимулирования использования мобильной передачи данных. Украинский бизнес также показал хорошую динамику, хотя и упал в рублях на 17% г./г. из-за девальвации гривны, но в локальной валюте рост составил 9% г./г., несмотря на деконсолидацию крымского подразделения и продолжающийся военный конфликт на востоке страны. Рост стал возможен во многом благодаря присоединению входящего трафика, цены на которое привязаны к доллару США. Также положительный эффект оказало

возобновление деятельности в Узбекистане, которое добавило примерно +0,5 п.п. к росту выручки.

Рентабельность по OIBDA составила 41,2%, что также оказалось лучше собственного прогноза на 2015 г., но снижение оказалось сильнее, чем у конкурентов по Большой Тройке: -2 п.п. г./г. против -1,9 п.п. у VimpelCom Ltd и -0,2 п.п. у МегаФона. Основными причинами снижения стали возобновление бизнеса в Узбекистане, которое отняло у рентабельности почти 1 п.п., а также ухудшение показателя на Украине, вызванное девальвацией гривны и увеличением платы за использование частот. Стоит отметить, однако, что снижение рентабельности по Украине составило всего 4 п.п. г./г. по сравнению со снижением на 10 п.п. во 2 половине 2014 г.

Капвложения в 1 кв. 2015 г. оказались аномально высокими и составили 32,5 млрд руб., или 32% от выручки, при том, что обычно первый квартал является самым низким с точки зрения инвестиционной активности. МТС объясняет такой всплеск намеренным желанием как можно скорее ввести сеть в эксплуатацию, а также переносом оплаты части вложений с 2014 г. на 2015 г. и оплатой лицензии 3G на Украине (порядка 7 млрд руб.).

В 1 кв. 2015 г. МТС продолжил использовать кредитные линии, возможно, с целью частичной конвертации в валюту, как в 4 квартале 2014 г. (на что указывает рост по статье "вложения в прочие финансовые инструменты" на 40 млрд руб.), поэтому показатель совокупного долга вырос на 14% к концу 2014 г. и составил 330 млрд руб. Чистый долг при этом вырос на 25% до 285 млрд руб., а коэффициент Чистый долг/OIBDA - с 1,3х до 1,6х. Однако, если использовать определение Чистого долга, которого придерживается сама компания - за вычетом краткосрочных и долгосрочных вложений, показатель составляет 184 млрд руб., а коэффициент Чистый долг/OIBDA - 1,0х.

**МТС подтверждает
годовой прогноз и
намерение сохранить
высокий уровень
дивидендных выплат**

Несмотря на неплохие результаты, менеджмент подтвердил годовые прогнозы: рост выручки на 2% г./г. и выше, рентабельность OIBDA не ниже 40% и капвложения за вычетом покупки лицензии и строительства сети 3G на Украине - 85 млрд руб. Руководство компании заявило, что сможет обновить годовой прогноз и дать пояснение по проекту 3G на Украине при публикации результатов за 2 кв. 2015 г. Помимо этого, в ходе телеконференции было заявлено о намерении выплатить не меньше 50 млрд руб. в качестве дивидендов в течение 2015 г.

С учетом достаточно консервативного прогноза компании на 2015 г. можно ожидать, что чистый денежный поток в 2015 г. окажется отрицательным из-за высокого уровня дивидендов и дополнительных инвестиций на Украине. Таким образом, показатель Чистый долг/OIBDA на конец года может вырасти и составить 1,9х без учета финансовых вложений или 1,3х с их учетом.

Евробонды MOBTEL 20, 23 котируются с премией 50-70 б.п. к кривой Газпрома, которую мы считаем справедливой. Лучшей альтернативой мы считаем AFKSRU 19 (YTM 7,3%), которые предлагают премию 130 б.п. к кривой МТС. В сегменте рублевых бумаг телекомов интересными для покупки являются краткосрочные АФК Система БО-1 YTP 15,5% @ август 2016 г. (РЕПО + 300 б.п.).

Сергей Либин
sergey.libin@raiffeisen.ru
+7 495 221 9838

Денис Порывай
denis.poryvay@raiffeisen.ru
+7 495 221 9843

Совкомфлот: попутный ветер

Совкомфлот (BB+/Ba2/BB-) опубликовал результаты за 1 кв. 2015 г., которые мы оцениваем позитивно. Впервые компания продемонстрировала результаты, сопоставимые с пиком рынка в 2008 г. По данным Platou, в 1 кв. 2015 г. ставки аренды на 12 месяцев на танкерном рынке продолжили рост: так, аренда танкеров выросла на 19-33% кв./кв. в зависимости от

грузоподъемности, а аренда продуктовозов подорожала в среднем на 6-16%. Совкомфлот ожидает продолжения роста арендных ставок в среднесрочном периоде.

На этом фоне ТЧЭ выручка компании от перевозки нефти выросла на 31% кв./кв. до 137 млн долл., а доходы от перевозки нефтепродуктов – на 17% кв./кв. до 65 млн долл. Доходы от оффшорных проектов, являясь по-прежнему самым прибыльным и нециклическим сегментом бизнеса, остались практически неизменными на уровне 56 млн долл. Рентабельность по EBITDA составила 50% против 39% в 4 кв. 2014 г. в основном за счет эффекта девальвации.

После сезонного снижения капзатрат в 4 кв. 2014 г. инвестиции опять выросли на фоне новых заказов до 263 млн долл., превысив операционный денежный поток в размере 179 млн долл. В результате чистый долг за период вырос на 4% кв./кв., оставаясь при этом на уровне 5,0х LTM EBITDA, как и в 4 кв. 2014 г.

Ключевые финансовые показатели Совкомфлота

в млн долл., если не указано иное	1 кв. 2015	4 кв. 2014	изм.	1 кв. 2014	изм.
Валовая выручка, в т.ч.	359	328	+9%	365	-2%
Выручка в ТЧЭ	290	248	+17%	271	+7%
EBITDA	180	128	+41%	156	+16%
Рентабельность по EBITDA	50,2%	39,0%	+11,2 п.п.	42,7%	+7,5 п.п.
Чистая прибыль/убыток	97	-25	-	58	+67%
Операционный поток	179	150	+19%	143	+25%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-260	-27	+9,6х	-123	+2,1х
Капвложения	263	42	+6,3х	197	+34%
Финансовый поток	137	-130	-	60	+2,3х
в млн долл., если не указано иное	31 марта 2015	31 дек. 2014	изм.		
Совокупный долг, в т.ч.	3 183	3 019	+5%		
Краткосрочный долг	426	404	+5%		
Долгосрочный долг	2 758	2 615	+5%		
Чистый долг	2 840	2 734	+4%		
Чистый долг/ EBITDA LTM*	5,0х	5,0х	-		

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Наша рекомендация от 26 марта покупать евробонды SCFRU 17 реализовалась: их доходность снизилась с YTM 9,9% до 6,9%. Дальнейший ценовой рост бумаг ограничивается высокой долговой нагрузкой эмитента.

Константин Юминов

konstantin.yuminov@raiffeisen.ru

+7 495 221 9842

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Население включило режим экономии

Платежный баланс

Платежный баланс: какие сюрпризы ждать от рубля?

Инфляция

Инфляция: пик пройден?

Валютный рынок

Валютные директивы: насколько силен эффект на курс?

ЦБ запускает полноценное валютное кредитование

Ликвидность

Минфину и ЦБ поручено разработать механизм рефинансирования банков под залог кредитов регионам

Монетарная политика ЦБ

ЦБ взял курс на снижение ставки?

Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

Минфин выбрал траты из Резервного фонда

Бюджет

Укрепление рубля усугубляет проблемы федерального бюджета

Рынок облигаций

Однозначные доходности ОФЗ - недалекое будущее или иллюзия?

Размещение плавающих ОФЗ: или солидная премия, или ожидания по агрессивному снижению ставок

Банковский сектор

Кредитование на паузе. Валюта ушла с погашением долга

ЦБ включает антикризисные механизмы



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Башнефть	Новатэк
БКЕ	Роснефть
Газпром	Татнефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	
Евраз	Русал
Кокс	Северсталь
Металлоинвест	ТМК
ММК	Nordgold
Мечел	Polyus Gold
НЛМК	Uranium One
Норильский Никель	
Распадская	

Транспорт

Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
------------	-------------------

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Лента
Магнит	
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

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



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

АО «Райффайзенбанк»

Адрес	119121, Смоленская-Сенная площадь, 28
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. 8674
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Вадим Кононов	(+7 495) 225 9146
Карина Клевенкова	(+7 495) 721-9983
Илья Жила	(+7 495) 221 9843

Начальник Управления инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко	(+7 495) 721 2845
----------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень АО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность 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 и другие финансовые инструменты. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.