



21 августа 2015 г.

Мировые рынки

Рынки остаются в режиме risk-off

Улучшения настроений на глобальных рынках вчера не произошло: американские индексы упали на 2%, доходность 10-летних UST опустилась на 5 б.п. до YTM 2,07%. Недавний опубликованный протокол с последнего заседания FOMC заметно сократил число участников рынка, предполагающих повышение долларовой ставки в сентябре этого года. В целом сильная макростатистика по США (в частности продажи домов на вторичном рынке) была проигнорирована. Негативные настроения обусловлены замедлением обрабатывающего сектора в Китае (максимального за последние 6,5 лет, согласно предварительному значению индекса Caixin China General Manufacturing PMI подсчитанному за первые 3 недели августа), а также отставкой Ципраса (неопределенность по греческому вопросу). Вслед за нефтью (которая потеряла еще 0,6 долл. до 46,47 долл./барр. Brent) российские евробонды продолжили дешеветь (выпуски Russia 42, 43 просели на 30 б.п.).

Валютный и денежный рынок

ХССУ двинулись вверх вслед за валютным курсом

Довольно заметное движение произошло на рынке валютных свопов: за вчерашний день ставки вдоль кривой поднялись на 40 б.п., при этом спред IRS - ХССУ сузился (на такую же величину), несмотря на сохраняющийся риск образования дефицита валютной ликвидности (см. наш комментарий от 20 августа). По нашему мнению, динамика свопов отражает увеличение длинных валютных позиций (с использованием заемных средств) участниками в условиях продолжающегося ослабления курса (как правило, сильные движения на споте приводят к росту ставок на свопах). Как следствие, при стабилизации курса произойдет откат и расширение базиса. Кроме того, мы ожидаем повышение ставок на рынке IRS в ответ на динамику ОФЗ (где происходит переоценка ожиданий по ключевой ставке см. ниже). Сегодня ставки IRS скорректировались вверх на 40-50 б.п., в результате спред IRS-ХССУ вновь вернулся в диапазон 120-140 б.п.

Рынок ОФЗ

Отметка YTM 11,5% взята: происходит переоценка ожиданий по ключевой ставке. См. стр. 2

Вчера на рынке ОФЗ произошла полноценная распродажа, при которой доходности длинных выпусков (в частности, 26215) превысили отметку YTM 11,5%. Таким образом, наша рекомендация (занимать короткие позиции в ОФЗ) от 5 августа 2015 г. реализовалась (доходности длинных и среднесрочных бумаг выросли более чем на 70 б.п.). Дальнейший рост доходностей (еще на 50-60 б.п.) может произойти в случае, если ЦБ в ответ на падение нефти остановит цикл снижения ключевой ставки.

Рынок корпоративных облигаций

Уралкалий: возможен новый выкуп акций.

Сегодня Ведомости сообщили со ссылкой на источники, что Совет Директоров Уралкалия (BB+/Ba1/BB+): на заседании в понедельник рассмотрит вопросы о нецелесообразности листинга ГДР на LSE и о новом выкупе акций с рынка, который может составить 1-1,5 млрд долл. Уралкалий подтвердил, что данные вопросы действительно будут рассматриваться Советом Директоров. Выкуп акций в свободном обращении является частью стратегии УралХима, одного из мажоритарных акционеров Уралкалия, по делистингу акций со всех бирж и потенциальному объединению двух активов в одну компанию. По нашим оценкам, выкуп на 1-1,5 млрд долл. приведет к росту долговой нагрузки с текущего уровня 2,3х Чистый долг/EBITDA до 2,9х-3,2х, что дополнительно ухудшит кредитный профиль компании и, по нашему мнению, с высокой вероятностью приведет к дальнейшему понижению кредитных рейтингов компании. Бонды URKARM 18 котируются со спредом не более чем 100 б.п. к PHORRU 18, что по нашему мнению не предполагает потенциала для их ценового роста. Лучшей им альтернативой являются бумаги NORDLI 18.

Polyus Gold: девальвация повышает рентабельность. См. стр. 3.

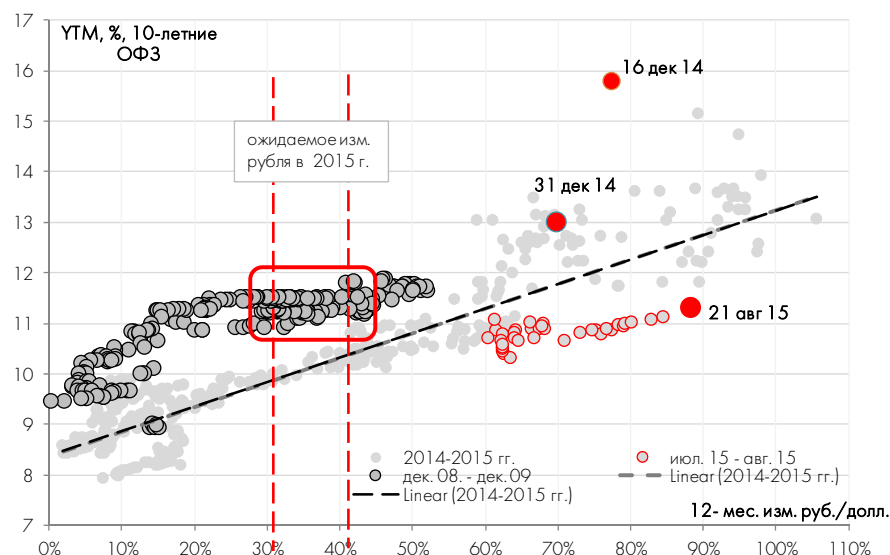
Крупнейший российский производитель золота Polyus Gold (BB+/-/BBB-) опубликовал финансовые результаты за 1П 2015 г. по МСФО, существенную поддержку которым оказала девальвация рубля (38% п./п.). Рентабельность продолжила повышаться с 50,2% во 2П 2014 г. до 57,8%. Долговая нагрузка по итогам 1П 2015 г. остается низкой - 0,3х Чистый долг/EBITDA. Мы отмечаем по-прежнему низкие риски рефинансирования: ближайшие крупные погашения наступают лишь в 2019 г. (718 млн долл.), а накопленные денежные средства компании превышают 1,3 млрд долл. Небольшой потенциал для сужения спреда (сейчас 50-70 б.п.) PGILLN 20 к кривой металлургов (Северсталь и НЛМК) сохраняется. Однако на ценовой рост при текущих низких ценах на нефть мы не рассчитываем.

Отметка YTM 11,5% взята: происходит переоценка ожиданий по ключевой ставке

ОФЗ справедливо отражают обесценение рубля...

Вчера на рынке ОФЗ произошла полноценная распродажа, при которой доходности длинных выпусков (в частности, 26215) превысили отметку YTM 11,5%. Таким образом, наша рекомендация (занимать короткие позиции в ОФЗ) от 5 августа 2015 г. реализовалась (доходности длинных и среднесрочных бумаг выросли более чем на 70 б.п.). Исходя из сопоставления исторической динамики 12-месячного изменения курса руб./долл. с доходностями 10-летних ОФЗ, текущий диапазон YTM 11,5-11,65% соответствует обесценению рубля не менее чем на 40%, при этом за последние 12 месяцев (с августа 2014 г.) рубль обесценился даже больше - на 88%. За счет эффекта смещения базы обесценение рубля к концу году будет заметно ниже, при этом ОФЗ уже предполагают, что ослабление рубля в 2015 г. будет не менее 40%. В этой связи показательной является динамика дек. 2008-дек. 2009 г. (когда при близкой динамике курса разброс доходностей составлял 10,9-11,9%). Таким образом, в сравнении с валютным курсом ОФЗ справедливо оценены. Более подробно см. наш специальный отчет "Однозначные доходности ОФЗ - недалекое будущее или иллюзия?" от 9 апреля 2015 г.

Обесценение рубля заставило ОФЗ уйти на более высокие уровни доходностей



Источник: ММВБ, ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

... дальнейший рост доходностей возможен, если ЦБ остановит цикл снижения ключевой ставки

Однако, помимо курса существенное влияние оказывают и ожидания по ключевой ставке (конечно, эти ожидания во многом определяются валютной динамикой). В настоящий момент спред ОФЗ к ставке РЕПО ЦБ составляет всего 50-60 б.п., в то время как нормальное значение для длинных бумаг > 100 б.п. Как следствие, если ЦБ в ответ на падение нефти остановит цикл снижения ключевой ставки, то доходности ОФЗ, скорее всего, вырастут еще как минимум еще на 50 б.п. Кстати говоря, А. Белоусов уже заявлял о том, что низкие цены на нефть могут заставить ЦБ притормозить смягчение монетарной политики. В то же время пока обесценение рубля не опережает падение цен на нефть: так, в конце прошлого-начале этого года баррель Brent стоил 3800 руб., а сейчас всего 3150 руб.

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

Polyus Gold: девальвация повышает рентабельность

Финансовым результатам в 1П 2015 г. продолжила оказывать поддержку девальвация рубля

Крупнейший российский производитель золота Polyus Gold (BB+/-/BBB-) опубликовал финансовые результаты за 1П 2015 г. по МСФО, существенную поддержку которым оказала девальвация рубля (38% п./п.). Рентабельность продолжила повышаться с 50,2% во 2П 2014 г. до 57,8%. Кроме того, снижение цен на золото в 1П 2015 г. относительно предыдущего полугодия не было столь существенным (-2,8% п./п.), после отчетной даты спотовые цены на металл упали на 6,9%. Однако программа компании по защите цен (форвардные контракты и серия опционов), а также продолжающееся сейчас ослабление российской валюты, на наш взгляд, поддержат результаты компании во второй половине года.

Долговая нагрузка по итогам 1П 2015 г. остается низкой - 0,3х Чистый долг/EBITDA. Мы отмечаем по-прежнему низкие риски рефинансирования: ближайшие крупные погашения наступают лишь в 2019 г. (718 млн долл.), а накопленные денежные средства компании превышают 1,3 млрд долл.

Ключевые финансовые показатели Polyus Gold

В млн долл., если не указано иное	1П 2015	2П 2014	изм.	1П 2015	1П 2014	изм.
Выручка	1 019	1 232	-17%	1 019	1 007	+1%
EBITDA	589	618	-5%	589	393	+50%
Рентабельность по EBITDA	57,8%	50,2%	+7,6 п.п.	57,8%	39,0%	+18,8 п.п.
Чистая прибыль/убыток	583	-435	-	583	253	+2,3х
Операционный поток	515	504	+2%	515	362	+42%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-118	-226	-48%	-118	-548	-78%
Капвложения	100	178	-44%	100	283	-65%
Финансовый поток	-290	92	-	-290	301	-

В млн долл., если не указано иное	30 июня 2015	31 дек. 2014	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	1 752	1 813	-3%
Краткосрочный долг	38	90	-58%
Долгосрочный долг	1 714	1 723	0%
Чистый долг	375	327	+15%
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,3х	0,3х	-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка снижалась за счет объемов и цен Выручка в 1П снизилась на 17% п./п. за счет сезонного сокращения объемов производства на 18% п./п. (+5% г./г.) до 783 тыс. унций, а также объемов реализации - на 15% п./п. до 799 тыс. унций, и снижения мировых цен на золото в среднем на 2,8% п./п. до 1 206 долл./унция.

Рентабельность продолжила рост в основном за счет девальвации рубля

В основном в результате продолжившейся девальвации российской валюты (все операционные расходы компании в рублях) денежная себестоимость (cash-cost) на унцию реализованного золота снизилась существенно - по нашим оценкам, на 14% п./п. до 436 долл./унция. На основных добывающих активах компании - Олимпиада (46% в объемах продаж) и Благодатное (24%) - с cash-cost 429 долл./унция и 352 долл./унция, соответственно, издержки снизились лишь на 9% п./п. Наиболее всего они упали на месторождении Титимухта и Куранах (совокупно 16% в продажах) - на 22% до 499 долл./унция и 16% до 640 долл./унция, соответственно; помимо ослабления рубля затраты на этих месторождениях снижались еще и за счет улучшения производственных процессов (на Титимухте это позволило обеспечить селективную переработку руды, на Куранахе - повысить эффективность шихтовки руд), что привело к росту коэффициента извлечения. По оценкам менеджмента, до 70% экономии на затратах дало ослабление рубля и 30% - оптимизация издержек.

В результате столь существенного снижения денежных операционных расходов рентабельность по EBITDA выросла п./п. на 7,6 п.п. до 57,8%.

Несмотря на снижение объемов продаж и выручки, и как следствие, операционной прибыли, чистый операционный денежный поток в 1П 2015 г. вырос на 2% п./п. до 515 млн долл. в

21 августа 2015 г.

результате уплаты во 2П 2014 г. налога на прибыль в размере 164 млн долл. В 1П 2015 г. из оборотного капитала было высвобождено 12 млн долл. (42 млн долл. во 2П 2014 г.), и компания ожидает рост этого показателя во 2П 2015 г.

Капзатраты в 2015 г. будут ниже чем в 2014 г.

Капвложения за 1П составили всего 100 млн долл. (-44% п./п., -78% г./г.) за счет сокращения инвестиций в Наталкинское месторождение (-72% п./п.) до 38 млн долл. (из-за резкого снижения оценки запасов месторождения и приостановки строительных работ с ноября 2014 г.). Во 2П 2015 г. компания ожидает заметного роста капвложений, однако за год в целом они не превысят уровень 2014 г. (525 млн долл.), которые будут направлены в том числе и на Наталкинский проект (строительство инфраструктуры).

Небольшой потенциал для сужения спреда (сейчас 50-70 б.п.) PGILLN 20 к кривой металлургов (Северсталь и НЛМК) сохраняется. Однако на ценовой рост при текущих низких ценах на нефть мы не рассчитываем.

Ирина Ализаровская

irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru

+7 495 721 9900 (8674)

Денис Порывай

denis.poryvay@raiffeisen.ru

+7 495 221 9843



Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика мая: кризис добрался до реального сектора

Падение промпроизводства усиливается

Импорт "не по карману"

Валютный рынок

ЦБ приостанавливает длинное валютное РЕПО

ЦБ выводит из системы избыточную валюту

Валютный рынок: еще одна волна ослабления рубля - новая реальность?

ЦБ с 13 мая начал покупать валюту на открытом рынке в объеме 100-200 млн долл. в день

Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

Минфин выбрал траты из Резервного фонда

Рынок облигаций

Однозначные доходности ОФЗ - недалекое будущее или иллюзия?

Инфляция

Инфляция в мае: сезонный оптимизм

Ликвидность

Казначейство РФ возобновляет о/п аукционы РЕПО с ОФЗ и удваивает лимиты до 100 млрд руб.

Монетарная политика ЦБ

Снижение ключевой ставки ЦБ уже не будет таким резким

Бюджет

Укрепление рубля усугубляет проблемы федерального бюджета

Банковский сектор

Май незаметно унес заметный запас валютной ликвидности

Банки пока не готовы к полному снятию аварийных мер



#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	TMK
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.