

Пульс рынка

- ▶ **Американские потребители настроены на позитив.** Прошлая неделя завершилась выходом сильной макростатистики по США. Значение индекса настроений потребителей за май вышло на уровне 83,7, что является максимальным с ноября прошлого года и заметно выше консенсус-прогноза (78). Повышение индекса произошло благодаря улучшению как оценки текущих условий, так и ожиданий, что, скорее всего, отражает позитивные тенденции на рынке труда и жилья на фоне низких инфляционных рисков. Также превзошло ожидания и значение индекса опережающих индикаторов за апрель (+0,6%). "Американские горки" на рынке UST продолжились: доходности 10-летних UST подскочили на 8 б.п. до 1,95%, что привело к снижению котировок суверенных облигаций РФ.
- ▶ **Сбербанк увеличил капитал 2-го уровня задешево.** Субординированный выпуск SBER 23 размещен в объеме 1 млрд долл. со ставкой купона 5,25% год. Спрос, по данным эмитента, составил 1,6 млрд долл. Премия к обращающимся SBER 22 (выпущенным по старым правилам) составила всего 30 б.п., что, по нашему мнению, является слишком низкой компенсацией за возможность "loss absorption". Мы не ожидаем ценового роста новых бумаг (лучшей альтернативой являются бумаги SBER 22). В свою очередь, Сбербанку удалось очень дешево пополнить капитал 2-го уровня. По нашим оценкам, после включения выпуска в капитал при прочих равных условиях показатель N1 увеличится на 22 б.п. до 13,31% (по данным на 1 апреля 2013 г.). Стоит отметить, что среди крупных госбанков Сбербанк имеет один из самых высоких показателей достаточности капитала 1-го уровня - 8,8% (для сравнения, у ОАО Банк ВТБ - 6,8%).
- ▶ **Ставки: опять 6,5%.** О том, что напряженность на денежном рынке ослабла лишь незначительно, свидетельствует высокий уровень о/п ставок, которые остаются вблизи 6,3%, ожидаемого нами выраженного снижения не произошло. Среди причин: 1) вливания ликвидности бюджетом в 1-й половине мая оказались существенно ниже, чем год назад, что может быть связано с изменением сезонности доходов и расходов; 2) после краткосрочного падения (по окончании налогов и периода усреднения) корсчета быстро восстановились до 900 млрд руб., что произошло не без крупных дополнительных привлечений через РЕПО с ЦБ (такой запас на корсчетах ранее казался чрезмерным, но, похоже, что уровень в ~1 трлн руб. - новая реальность для системы); 3) о/п ставки держатся заметно выше 6% несмотря на то, что объем задолженности по РЕПО не превышает 2 трлн руб. (1,95 трлн руб.). На этой неделе, несмотря на налоги (НДС сегодня, НДСП с 24 мая), мы прогнозируем не слишком значительные изъятия ликвидности бюджетом (~100 млрд руб.). Однако ситуация уже сейчас достаточно сложная, и объемы предложения бюджетных средств на аукционах Казначейства лишь ненамного превышают погашения (130 млрд руб. против 120 млрд руб.). Как следствие, мы ожидаем, что краткосрочные ставки вернуться к 6,5%. На следующей неделе окончание выплаты НДСП и экспортной пошлины 27 мая (~250 млрд руб.) почти гарантирует, что ставки достигнут 6,5% и будут находиться там еще несколько первых дней июня.
- ▶ **Экономика РФ пошла на анти-рекорд?** Согласно предварительным данным Росстата, ВВП в 1 кв. 2013 г. вырос на символические 1,6% г./г. после 2,1% в 4 кв. 2012 г. Это гораздо более сильное замедление, чем мы прогнозировали (1,8-2%) и чем можно было ожидать, исходя только из эффекта высокой базы и фактора высокосного 2012 г. То, что экономика растет уже вдвое медленнее, чем в 2012 г. (3,4%) не может не настораживать. По нашим оценкам, наибольший вклад в сокращение ее темпов внесло ослабление потребления населения, а также падение инвестиций (на 0,1%, впервые с начала 2010 г.), что в сумме могло "отобрать" у ВВП около 1 п.п. Сократил темпы роста ВВП, на наш взгляд, и менее интенсивный реальный рост экспорта на фоне снижения спроса. Учитывая, что во 2 кв. воздействие фактора высокой базы должно прекратиться, динамика ВВП визуально может несколько улучшиться. Но предпосылки для более слабой потребительской активности, ограниченный внутренний инвестиционный потенциал, а также снижение склонности к формированию запасов, заставляют нас опасаться, что и во 2 кв. рост экономики может быть <2%. На этом фоне недавно сниженный МЭР прогноз по ВВП на год до 2,4% уже не выглядит слишком пессимистичным. По-прежнему очень вялый рост может стать решающим аргументом для ЦБ для снижения ключевых ставок летом.

Темы выпуска

- ▶ **НЛМК: повышение цен на сталь поддержит результаты только во 2 кв.**
- ▶ **Газпром нефть: сохранила эффективность на фоне падения выручки**

НЛМК: повышение цен на сталь поддержит результаты только во 2 кв.

Эффект от повышения мировых цен на сталь еще не был полностью учтен в результатах, что вкупе со снижением цен в РФ оказало заметное давление на рентабельность

НЛМК (BBB-/Baa3/BBB-) опубликовал финансовые результаты за 1 кв. 2013 г. по US GAAP, которые мы оцениваем умеренно негативно. Временное повышение мировых цен на сталь (на протяжении практически всего 1 кв.) и увеличение объемов реализации не помогли компании улучшить основные показатели деятельности: EBITDA просела на 18% кв./кв., рентабельность по EBITDA - на 2,8 п.п. до 11,1%, соотношение Чистый долг/EBITDA повысилось с 1,9х до 2,1х при стабильном уровне чистого долга.

Необходимо отметить, что положительный эффект от повышения цен на сталь еще не был в полной мере учтен в 1 кв. ввиду временного лага в отражении цен экспортных продаж. Цены же на внутреннем рынке, напротив, снижались на фоне сезонного замедления активности в строительном секторе и ослабления спроса в других отраслях. Кроме того, некоторое давление на EBITDA и рентабельность оказало повышение цен на коксующийся уголь. По оценкам компании, перелом в динамике цен на сырье во 2 кв., отражение более высоких экспортных цен 1 кв., а также сезонное повышение спроса со стороны строительного сектора РФ будут способствовать улучшению показателей НЛМК во 2 кв. 2013 г.

Компания продолжает оптимизировать долговой портфель

В 1 кв. компания продолжила оптимизировать долговой портфель, выпустив еврооблигации НЛМК, 2018 номиналом 800 млн долл., часть этих средств (325 млн долл.) была направлена на погашение рублевых облигаций (НЛМК, БО-6). Краткосрочный долг по итогам квартала снизился с 1,8 до 1,5 млрд долл. При этом риски рефинансирования незначительны, поскольку накопленные денежные средства (1,2 млрд долл.) в совокупности с неиспользованными кредитными линиями (2,4 млрд долл.) более чем вдвое превышают краткосрочную часть долга.

Ключевые финансовые показатели НЛМК

в млн долл., если не указано иное	1 кв. 2013	4 кв. 2012	изм.
Выручка	2 856	2 803	+2%
EBITDA	318	390	-18%
Рентабельность по EBITDA	11,1%	13,9%	-2,8 п.п.
Чистая прибыль	35	-5	-
Операционный поток	261	333	-22%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-323	-380	-15%
Капвложения	-154	-296	-48%
Финансовый поток	292	-754	-

в млн долл., если не указано иное	31 марта 2013	31 дек. 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	4 944	4 632	+7%
Краткосрочный долг	1 484	1 816	-18%
Долгосрочный долг	3 459	2 816	+23%
Чистый долг*	3 724	3 680	+1%
Чистый долг/EBITDA LTM**	2,08х	1,94х	-

* Без учета краткосрочных финансовых вложений

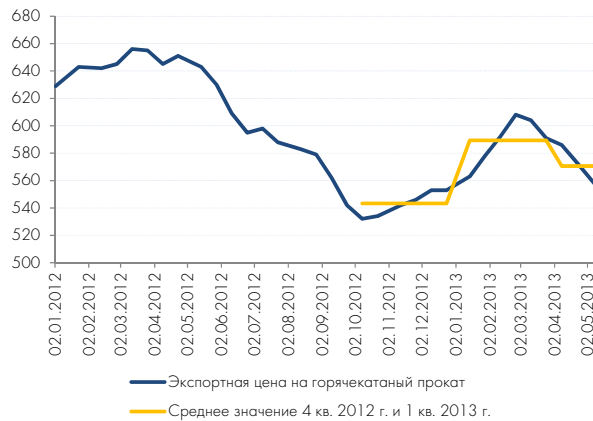
** EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост выручки на фоне увеличения объемов продаж и разнонаправленной динамики цен

Повышение выручки в 1 кв. 2013 г. на 2% кв./кв. до 2,86 млрд долл. было обусловлено ростом объемов реализации на 2% кв./кв., а также улучшением структуры продаж (объемы продаж полуфабрикатов снизились на 8,6% кв./кв., объемы реализации проката с высокой добавленной стоимостью выросли на 9% кв./кв.) при разнонаправленной динамике цен на металлопродукцию. В частности, в РФ цены реализации, по нашим оценкам, снизились в среднем на 3% кв./кв., в ЕС и Китае они, напротив, повышались (мировые экспортные цены на горячекатаный прокат в 1 кв. выросли в среднем на 8,5% кв./кв. после падения на 16% за 2012 г.). Отметим, что сейчас происходит умеренное снижение цен на сталь на внешних рынках (-3% на г/к прокат) при их росте на внутреннем рынке. Компания прогнозирует, что рост выручки во 2 кв. составит 2-3% кв./кв.

Рост экспортных цен на г/к прокат в 1 кв. и умеренное снижение во 2 кв. (долл./т)



Источник: Bloomberg

Падение EBITDA в результате сужения спреда между ценой реализации и стоимостью сырья

Заметное падение EBITDA (-18% кв./кв. до 318 млн долл.) произошло в результате сужения спреда между ценами реализации и стоимостью основного сырья в силу следующих факторов: 1) повышение экспортных цен еще не нашло полного отражения в выручке 1 кв., 2) сезонное снижение внутренних цен и 3) умеренное удорожание коксующегося угля (+3% кв./кв.). Во 2 кв. наблюдается противоположная ситуация - рост экспортных цен повысит выручку, а цены на коксующийся уголь (который компания закупает ввиду отсутствия собственного) упали на 16%, что должно оказать поддержку рентабельности компании.

Снижение цен на коксующийся уголь во 2 кв. (долл./т)



Источник: Bloomberg

Дальнейшее снижение капзатрат будет способствовать росту FCF

Несмотря на снижение операционного денежного потока на 22% до 261 млн долл., его было достаточно для финансирования капзатрат (154 млн долл.). Капвложения на 2013 г. запланированы в объеме 1 млрд долл., что на 30% ниже уровня 2012 г., поскольку ряд крупных проектов уже завершен (пик инвестиций пришелся на 2011 г. - 2 млрд долл.). В соответствии с изначальными планами, НЛМК завершает один из ключевых проектов - строительство завода сортового проката в Калуге, производство на нем начнется с июня. При стабильной рыночной конъюнктуре сокращение капвложений будет способствовать увеличению свободного денежного потока, который может быть направлен на погашение долга.

Ранее компания заявляла о том, что в 2013 г. не планируется увеличивать размер долга в абсолютном выражении, но возможны заимствования для улучшения структуры задолженности по срочности и валюте. Отметим, что в ходе телеконференции в пятницу менеджмент не исключил возможности повторного выхода на рынок еврооблигаций при благоприятной конъюнктуре. В июне НЛМК предстоит оферта по двум выпускам БО-2,3 общим номиналом 10 млрд руб., которые, скорее всего, будут рефинансированы за счет размещения более длинных облигаций или использования кредитных линий.

Рублевые облигации НЛМК выглядят дорого

Рублевые облигации эмитента торгуются со спредом к кривой ОФЗ на уровне 180 б.п. В частности, самые длинные НЛМК-8 предлагают YTM 7,75% @ декабрь 2015 г. (=ОФЗ+178 б.п.), что соответствует доходностям бумаг 1-го эшелона. Мы считаем лучшей альтернативой рублевым бумагам НЛМК выпуски МегаФон-6,7 (YTP 8,09% @ март 2018 г.), которые предлагают спред к кривой ОФЗ в размере 190 б.п.

NLMK 19 недооценены

На рынке евробондов НЛМК котируются с премией к бумагам нефтегазового сектора 1-го эшелона в размере 100 б.п., что, по нашему мнению, отражает различие конъюнктуры рынков стали и нефти. Наша рекомендация от 27 марта 2012 г. покупать NLMK 18 против продажи SIBRSE 18 реализовалась: премия между ними сократилась до нуля (за счет опережающего роста NLMK 18). Выпуск NLMK 19 выглядит недооцененным, предлагая премию к NLMK 18 в размере 27 б.п. в терминах G-спредов.

Газпром нефть: сохранила эффективность на фоне падения выручки**Нейтральные результаты**

Газпром нефть (BBB-/Ваа3/-) в конце прошлой недели опубликовала финансовые показатели за 1 кв. 2013 г. по МСФО, которые мы оцениваем нейтрально для кредитного профиля компании. Выручка сократилась из-за падения производственных показателей, снижения закупок нефти и формирования дополнительных запасов, однако, показатель EBITDA на барр. н.э. (нефтяного эквивалента) добычи (консолидируемых компаний) не изменился. Компания также сохранила соотношение Чистый Долг/EBITDA на уровне 0,6х.

Ключевые финансовые показатели Газпром нефти

в млн руб., если не указано иное	1 кв. 2013	4 кв. 2012	изм.	1 кв. 2013	1 кв. 2012	изм.
Выручка	355 954	393 917	-10%	355 954	344 993	+3%
Операционная прибыль	51 308	54 079	-5%	51 308	53 288	-4%
Операционная рентабельность	14,4%	13,7%	+0,7 п.п.	14,4%	15,4%	-1,0 п.п.
ЕБИТДА	69 301	71 637	-3%	69 301	69 750	-1%
Рентабельность по ЕБИТДА	19,5%	18,2%	+1,3 п.п.	19,5%	20,2%	-0,7 п.п.
Чистая прибыль	39 567	41 619	-5%	39 567	48 373	-18%
Чистая рентабельность	11,1%	10,6%	+0,5 п.п.	11,1%	14,0%	-2,9 п.п.
Операционный поток	43 928	65 254	-33%	43 928	62 237	-29%
Инвестиционный поток	-36 788	-55 443	-34%	-36 788	-35 741	+3%
Финансовый поток	-16 264	-6 628	-2,4х	-16 264	4 413	n/a
в млрд руб., если не указано иное				31 мар. 2013	31 дек. 2012	изм.
Совокупный долг, в т.ч.				230 124	243 640	-6%
Краткосрочный долг				63 477	77 193	-18%
Долгосрочный долг				166 647	166 447	-
Чистый долг				155 141	156 922	-1%
Чистый долг/EBITDA LTM*				0,60х	0,60х	-

*ЕБИТДА за предшествующие 12 месяцев

Источник: пресс-релиз компании, оценки Райффайзенбанка

Добыча нефти сокращается на основных активах компании...

Производственные показатели в 1 кв. оказались достаточно слабыми по сравнению с предыдущим кварталом. Так, среднесуточная добыча нефти сократилась на 1,5% кв./кв., в основном из-за ее негативной динамики на основных производственных активах, включая крупнейший Ноябрьскнефтегаз, суточная добыча которого сократилась на 4,1% кв./кв. В downstream сегменте мы также отмечаем снижение объемов переработки на 2,9% кв./кв. в связи с сезонным падением спроса на нефтепродукты. При этом стоит отметить увеличение на 10% кв./кв. объемов переработки на Московском НПЗ после завершения ремонтных работ в 4 кв. 2012 г. Поддержку оказал сегмент газодобычи, где суточная добыча увеличилась на 14,3% кв./кв.

... что вместе с падением закупок и ростом запасов негативно сказалось на выручке

В результате снижения производственных показателей, сокращения объемов закупок нефти и увеличения запасов выручка Газпром нефти сократилась на 10% кв./кв. при стабильно высоких ценах на нефть. Так, продажи нефти снизились на 28% кв./кв. до 3,6 млн т на фоне уменьшения закупок сырой нефти на 33% до 1,9 млн т. Сокращение поставок коснулось в первую очередь экспортного направления (-42% кв./кв.), тогда как продажи на внутреннем рынке уменьшились лишь на 8,8% кв./кв. В результате чистая выручка от продаж нефти упала на 37% кв./кв. до 44,2 млрд руб. Объемы продаж нефтепродуктов увеличились на 2% кв./кв., что позволило сохранить чистую выручку от реализации нефтепродуктов на уровне предыдущего квартала. В результате суммарная чистая выручка снизилась на 8,4% кв./кв.

ЕБИТДА на барр. собственной добычи удалось удержать на уровне 1 кв.

Сокращение производственных показателей стало основным фактором снижения ЕБИТДА (-3,3% кв./кв. до 69,3 млрд руб.). Однако поддержку рентабельности оказало сокращение затрат на закупку углеводородов на 24% кв./кв. В результате ЕБИТДА на барр. добычи собственной нефти увеличилась на 0,4% кв./кв. до 924 руб./барр.

Свободный денежный поток в положительной зоне

Операционный денежный поток сократился на 33% кв./кв. до 44 млрд руб. из-за увеличения оборотного капитала, без учета этого эффекта он вырос на 5,4% кв./кв. до 61 млрд руб. Чистого свободного денежного потока было вполне достаточно для финансирования капитальных вложений в размере 37 млрд руб. Газпром нефть в очередной раз подтвердила объем запланированных инвестиций в размере 7,4-7,5 млрд долл. на 2013 г. По нашим оценкам, Газпром нефть сможет полностью профинансировать капитальные вложения за счет операционного денежного потока.

В рамках долгосрочной стратегии развития Газпром нефть планирует довести объем добычи углеводородов к 2020 г. до 100 млн тонн н.э. (+75% к текущему уровню), объем переработки возрастет более чем в 2 раза до 70 млн тонн. Ожидается, что чуть более половины от этого объема будет реализовываться через собственную сеть АЗС, что также в 2 раза превышает текущие показатели.

Лучшей альтернативой являются бумаги ФСК

Рублевые облигации Газпром нефти имеют невысокую ликвидность и котируются со спредом к суверенной кривой в размере 165-170 б.п., что соответствует уровню доходностей квазисуверенных бумаг 1-го эшелона. Лучшей альтернативой, на наш взгляд, являются ФСК-19 (УТР 7,98% @ июль 2018 г.), которые котируются на уровне ОФЗ + 175 б.п. при более высоком кредитном рейтинге. Еврооблигации SIBNEFT 22 неинтересны для покупки при текущей премии к кривой Газпрома на уровне 10 б.п. (справедливая, по нашему мнению, премия должна быть не менее 25 б.п.).

Список покрываемых эмитентов

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

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Новатэк
Башнефть	Роснефть
БКЕ	Татнефть
Газпром	ТНК-ВР
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Центр-инвест
АИЖК	ВТБ
Альфа-Банк	ЕАБР
Азиатско-Тихоокеанский Банк	Газпромбанк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	Uranium One
Норильский Никель	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	СИБУР
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Прочие

АФК Система

ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Промсвязьбанк
РСХБ

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика марта споткнулась на инвестициях

Платежный баланс

Отток капитала в январе мог составить 8-10 млрд долл.

Инфляция

Инфляция сильно "подтаяла"

Валютный рынок

Курс рубля в 1 кв. 2013 г.: в ожидании дальнейшего укрепления

Курс рубля «пустился в бега»

Монетарная политика ЦБ

Госдума утвердила кандидатуру Э.Набиуллиной на пост главы ЦБ

Снижение ставок от ЦБ "малой кровью"

Рынок облигаций

ОФЗ: продать сейчас или попробовать сыграть в рулетку?

ОФЗ "отстрелялись" - на очереди 1-й эшелон

Case-study: где выше прибыльность - в ОФЗ или 1-м эшелоне?

Промышленность

Промышленность приросла нефтепродуктами, металлами и... мостовыми кранами

Внешняя торговля

Рост импорта из стран дальнего зарубежья остается сдержанным

Ликвидность

Ликвидность: успеют ли Минфин и ЦБ предотвратить летний "пожар"?

Конвертация трансферта: в режиме ожидания?

ЦБ РФ: реформа рефинансирования

Бюджет

Бюджетная анти-диета

Долговая политика

Бюджетные маневры, или сколько нужно занять Минфину в 2013 г.?

Банковский сектор

Новые меры ЦБ РФ по ограничению роста потребкредитов в борьбе за их качество

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
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. 1706
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

Продажи

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

Торговые операции

Александр Дорошенко		(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146

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
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

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.