



4 февраля 2016 г.

Мировые рынки

Волатильность может внести коррективы в политику ФРС

На финансовых рынках наблюдается разнонаправленная динамика: американские индексы акций закрылись ростом, а европейские индексы - падением, при этом котировки нефти Brent вновь поднялись на отметку 35,5 долл./барр. (несмотря на продолжающийся рост коммерческих запасов нефти в США). Доходность 10-летних UST осталась на уровне YTM 1,89%, который указывает на то, что участники не ожидают существенного повышения долларовой ставки в этом году. Основными событиями, определившими динамику рынков, стали 1) заявление главы ФРБ Нью-Йорка В. Дадли о том, что высокая волатильность рынков несет риск для монетарной политики (может приостановить начатый цикл повышения ключевой ставки); 2) готовность 6 стран-членов ОПЕК, а также России и Омана, не входящих в картель, принять участие в экстренной встрече, посвященной ситуации на нефтяном рынке. Суверенные бонды РФ (Russia 42,43) подорожали на 1 п.п.

Экономика

Несмотря на конъюнктурное снижение, темпы инфляции останутся высокими

Исходя из предварительных недельных данных Росстата, инфляция за январь 2016 г. составила 0,9% (0,8% м./м. в декабре 2015 г.). В январе прошлого года за счет эффекта от девальвации рубля она была на уровне 3,9% м./м. Как следствие, в связи с эффектом высокой базы инфляция г/г. в январе 2016 г. смогла резко снизиться до 9,7% г./г. (наша оценка на основе предварительных данных) по сравнению с 12,9% г./г. в декабре 2015 г. Необходимо отметить, что темпы инфляции м./м. также несколько уменьшились, если исключить из расчетов январское повышение стоимости проезда в общественном транспорте. Вместе с тем, произошедшее в декабре 2015 г. - январе 2016 г. ослабление рубля более чем на 10% создает серьезную угрозу ускорения инфляции м./м. с исключением сезонности в последующие месяцы. Банк России также осознает такую опасность: согласно опубликованному вчера бюллетеню, ЦБ оценивает вклад недавнего ослабления рубля в инфляцию в 1 кв. 2016 г. на уровне 1,3 п.п. При этом, по оценкам ЦБ, в декабре 2015 г. - январе 2016 г. продолжилось повышение инфляционных ожиданий (согласно опросам "инФОМ"). В связи с этим в бюллетене заявляется о серьезных рисках для достижения целевого показателя по инфляции (4% к концу 2017 г.). Мы также не видим возможностей для сильного снижения инфляции в этом году и прогнозируем ее на уровне 9,5%.

Рынок ОФЗ

Аукционы: инфляционные ОФЗ оказались невостребованными

В результате вчерашних аукционов ОФЗ Минфину не удалось реализовать инфляционные бумаги 52001 в полном объеме: из предложенных 12,1 млрд руб. было продано лишь 8,2 млрд руб., при спросе ~18 млрд руб. По-видимому, Минфин решил не предлагать премию ко вторичному рынку, на которую рассчитывали участники. Возможно, основной объем был продан управляющим пенсионными средствами, у которых еще есть какой-то объем свободных средств.

Неожиданно высоким оказался интерес к новым ОФЗ 26217: был продан весь объем 15 млрд руб. при общем спросе 60 млрд руб., доходность по цене отсечения YTM 10,54% не предполагала премию к уровням вторичного рынка за день до аукциона. Одним из факторов спроса могло стать пополнение ликвидных активов для норматива LCR (хотя для этих целей лучшей альтернативой являются 29011), а также некоторый спекулятивный интерес, учитывая вчерашнее укрепление рубля и последовавшее за ним снижение доходностей (на 17 б.п. по длинным 26207).

Рынок корпоративных облигаций

Северсталь: в соответствии с рыночной конъюнктурой. См. стр. 2

Северсталь (BB+/Ba1/BB+) опубликовала финансовые результаты за 4 кв. 2015 г. и 2015 г. по МСФО, которые мы оцениваем нейтрально. В 4 кв. снижение выручки на 16% кв./кв., EBITDA - на 23% кв./кв., рентабельности по EBITDA - на 2,8 п.п. кв./кв. было вполне ожидаемым на фоне продолжившегося снижения мировых цен на сталь (-17% кв./кв. на г/к прокат), сезонно низкого спроса на внутреннем рынке и совсем незначительного ослабления рубля (-5% кв./кв.). По нашим оценкам, эти показатели, скорее всего, будут лучшими в отрасли; отметим, что поддержку им оказало сохранение на том же уровне доли продаж продукции с высокой добавленной стоимостью, а также хорошие результаты сырьевого дивизиона. Долговая нагрузка остается одной из самых низких среди российских металлургов - 0,4x Чистый долг/EBITDA. Бонды Северстали, на наш взгляд, выглядят дорого: лучшей альтернативой мы считаем бумаги GKNNRM 22, которые предлагают избыточную премию 30 б.п. к бумагам CHMFRU 22.

Северсталь: в соответствии с рыночной конъюнктурой

Результаты соответствующей конъюнктуре

Северсталь (BB+/Ba1/BB+) опубликовала финансовые результаты за 4 кв. 2015 г. и 2015 г. по МСФО, которые мы оцениваем нейтрально. В 4 кв. снижение выручки на 16% кв./кв., EBITDA - на 23% кв./кв., рентабельности по EBITDA - на 2,8 п.п. кв./кв. было вполне ожидаемым на фоне продолжившегося снижения мировых цен на сталь (-17% кв./кв. на г/к прокат), сезонно низкого спроса на внутреннем рынке и совсем незначительного ослабления рубля (-5% кв./кв.). По нашим оценкам, эти показатели, скорее всего, будут лучшими в отрасли; отметим, что поддержку им оказало сохранение на том же уровне доли продаж продукции с высокой добавленной стоимостью, а также хорошие результаты сырьевого дивизиона.

Долговая нагрузка по-прежнему 0,4x

Долговая нагрузка остается одной из самых низких среди российских металлургов - 0,4x Чистый долг/EBITDA; также по-прежнему у компании имеется значительный запас денежных средств (1,65 млрд долл.) и невыбранных кредитных линий (683 млн долл.), которых практически достаточно для погашения всего долга компании (объем ближайших погашений: в 2016 г. - 476 млн долл., в 2017 г. - 688 млн долл.).

Ключевые финансовые показатели Северстали

В млн долл., если не указано иное	4 кв. 2015	3 кв. 2015	изм.	2015	2014	изм.
Выручка	1 396	1 663	-16%	6 396	8 296	-23%
EBITDA	401	524	-23%	2 096	2 211	-5%
Рентабельность по EBITDA	28,7%	31,5%	-2,8 п.п.	32,8%	26,7%	+6,1 п.п.
Чистая прибыль/убыток	-69	-130	-	603	-1 596	-
Операционный поток	408	685	-40%	1 853	2 038	-9%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-90	-74	+22%	-304	1 202	-
Капвложения	122	103	+18%	439	779	-44%
Финансовый поток	-330	-405	-18%	-1 702	-2 051	-17%

В млн долл., если не указано иное	31 дек. 2015	30 сент. 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	2 452	2 504	-2%
Краткосрочный долг	507	531	-4%
Долгосрочный долг	1 945	1 973	-1%
Чистый долг	805	830	-3%
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,4x	0,4x	-

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Выручка упала в стальном дивизионе...

Выручка в 4 кв. снизилась на 16% кв./кв. до 1,4 млрд долл. в результате ее падения в основном дивизионе компании - "Российская сталь" (-18% кв./кв. до 1,26 млрд долл.) при небольшом росте выручки в дивизионе "Северсталь Ресурс" (+1% кв./кв. до 299 млн долл.).

... за счет снижения объемов и цен...

В стальном дивизионе главным образом на фоне сезонно низкого спроса в РФ объемы продаж просели на 13% кв./кв. до 2,63 млн т, средняя цена реализации в долларах снизилась до 423 долл./т, или -7% кв./кв. Отметим, что в 4 кв. из-за снижения рентабельности экспортных продаж (падение мировых цен, которое не компенсировалось эффектом от ослабления рубля) компания сохранила долю отгрузок на внутренний рынок на высоком уровне (64% против 63% в среднем по году).

...в сырьевом дивизионе она повысилась за счет роста цен на уголь

В сырьевом подразделении объемы продаж концентрата коксующегося угля повысились на 1% кв./кв. до 1,48 млн т при росте цен на 11% кв./кв. (за счет повышения компанией контрактных цен в РФ, полностью нивелируя эффект снижения курса рубля); объемы продаж окатышей снизились на 1% кв./кв. до 2,7 млн т, железорудного концентрата - на 15% кв./кв. до 0,96 млн т, при этом средние цены реализации на концентрат повысились на 3% кв./кв., на окатыши - снизились на 4% кв./кв.

Показатель EBITDA также снижался только в стальном дивизионе Северстали (-26,5% кв./кв. до 313 млн долл.), в сырьевом сегменте он вырос на 26% кв./кв. до 97 млн долл.

Небольшое ослабление рубля в 4 кв. (-5% кв./кв.) позволило снизить денежную себестоимость

Рентабельность поддержал сырьевой дивизион за счет снижения издержек по углю

(cash cost) сляба на Череповецком комбинате на 1,5% до 203 долл./т (что частично было компенсировано ростом расходов на сырьевые материалы и постоянных издержек из-за сокращения объемов), однако и этот эффект был полностью нивелирован более существенным падением экспортных цен и снижением спроса на внутреннем рынке. В итоге рентабельность по EBITDA "Российской стали" снизилась на 3 п.п. до 24,9%.

В сырьевом дивизионе рентабельность по EBITDA выросла на 6,4 п.п. до 32,4% (практически восстановившись до показателя 2 кв. после "провала" в 3 кв.) из-за снижения издержек на Воркутаугле (-20% кв./кв. до 47 долл./т) в результате роста добычи угля после завершения ремонта лав. За счет ослабления рубля издержки на Карельском Окатыше снизились на 4% до 23 долл./т, на Олконе (производство железорудного концентрата) они, напротив, выросли на 14% до 24 долл./т из-за снижения объемов производства.

В 2015 г. компания сэкономила 11% инвестпрограммы в рублях, в 2016 г. ожидается рост инвестиций

Чистый операционный денежный поток в 4 кв. просел на 40% кв./кв. до 408 млн долл., что было обусловлено в большей степени высвобождением меньшего объема средств из оборотного капитала (86 млн долл. против 216 млн долл. кварталом ранее). Операционного потока было достаточно для финансирования капвложений (122 млн долл.). В итоге капвложения компании в 2015 г. составили всего 439 млн долл. (-20% от первоначального плана в 550 млн долл., или 26,8 млрд руб. при плане 30 млрд руб.).

Капвложения в 2016 г., по прогнозам компании, составят 43 млрд руб. (540 млн долл. по текущему курсу ЦБ), из них на проекты развития (строительство комплекса покрытия металла и второй установки печь-ковш, модернизация стана холодной прокатки 1700) и поддержку мощностей стального дивизиона направят 15,2 и 10,4 млрд руб., соответственно, на проекты сырьевого дивизиона (расширение объема горных работ) и поддержание мощностей - 7 и 10 млрд руб.

Прогнозы на 2016 г. - без поводов для оптимизма

Мы ожидаем, что проблемы мирового перепроизводства стали и в 2016 г. будут оказывать давление на цены на металлопродукцию и сырье. При этом текущая ситуация в российской экономике пока не дает поводов для оптимизма и, следовательно, для спроса на сталь на внутреннем рынке (пока компания ожидает сокращения спроса на 3-4% по сравнению с 2015 г.). Более того, компания отмечает растущий уровень протекционизма на глобальных рынках, что может привести к изменению структуры и снижению рентабельности экспортных поставок. Эффект от введенных Турцией антидемпинговых пошлин на г/к прокат оценивается Северсталью как незначительный: 10-20 млн долл. в годовом EBITDA (~0,8%), и эти объемы могут быть перенаправлены в Азию. Влияние антидемпинговых пошлин на х/к прокат, которые временно введены ЕС, также пока оценивается как не столь значительное, при этом если же будут введены пошлины на г/к прокат со стороны Европы, это уже окажет значимое влияние.

В 1 кв. 2016 г. ожидаем рост рентабельности за счет девальвации рубля

В 1 кв. 2016 г. мы ожидаем повышения рентабельности Северстали по EBITDA за счет текущей девальвации рубля на 18% к 4 кв. (сейчас снижение денежной себестоимости оценивается компанией в несколько процентов). На этом фоне возрастает рентабельность экспортных поставок, и компания, очевидно, будет стремиться перенаправлять отгрузки продукции за рубеж, при этом для компенсации эффекта ослабления рубля российские металлурги, на наш взгляд, будут пытаться повысить внутренние цены в рублях (по разным оценкам, на 3-6% на г/к, х/к, сортовой прокат, на 1-3% на прокат с покрытиями), однако при слабом рынке эти возможности ограничены.

В 2016 г., по прогнозам компании, при стабильном курсе рубля денежная себестоимость будет расти за счет инфляции издержек, которая оценивается в 9% в рублях, программы эффективности экономят лишь до 2-3 п.п. План по объемам производства останется на уровне 2015 г. с небольшим снижением объемов труб большого диаметра и х/к проката (запланирована модернизация стана холодной прокатки) при возможно небольшом наращивании объемов г/к проката.

Бонды Северстали выглядят дорого

Лучшей альтернативой мы считаем бумаги GMKNRM 22, которые предлагают избыточную премию 30 б.п. к бумагам CHMFRU 22 (эмитент имеет более слабый набор кредитных рейтингов).

4 февраля 2016 г.

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 ноября: позитивных сюрпризов немного

Улучшения в промышленности пока неустойчивы

Монетарная политика ЦБ

ЦБ демонстрирует последовательность решений

Новый проект «Основных направлений денежно-кредитной политики»

Заседание по ставке в октябре: ЦБ проявил стойкость

Валютный рынок

Отток капитала продолжается, несмотря на рефинансирование компаниями внешнего долга за рубежом

Банки предпочли не брать дорогое годовое валютное РЕПО

Дилемма расходования Резервного фонда: когда ожидать снижения валютных резервов?

Рынок облигаций

Стабилизация рубля способствует спросу на госбумаги: инвесторы не теряют веру в снижение ставки

Размещение инфляционных бумаг прошло без былого ажиотажа

Инфляция

Новые недельные данные по инфляции оказались не слишком обнадеживающими

Санкции против Турции уже сказываются на ценах — аргумент против снижения ключевой ставки

Инфляция в ноябре: позитивная динамика еще недостаточно стабильна для снижения ставки

Ликвидность

Проблема ограниченности лимитов у менее крупных банков удерживает ставки МБК от снижения

Декабрьский всплеск бюджетных поступлений по-прежнему реален?

ЦБ не исключает продаж валюты из резервов для абсорбирования излишков рублевых средств

Бюджет и долговая политика

При сохранении текущей цены на нефть и курса рубля бюджет может потерять порядка 2% ВВП доходов

Минфин не намерен повышать налоги как минимум до 2018 г., пойдет на сокращение расходов

Проблема финансирования дефицита: Резервный фонд или новый секвестр?

Банковский сектор

В преддверии декабрьского пика погашений произошел заметный отток валюты

Введение нового норматива LCR: последствия для рынка и банковской системы



#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
Газпром	Роснефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Розничная торговля

Х5	Лента
Магнит	О'Кей

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Транспорт

Совкомфлот

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

АИЖК	ВТБ	МКБ	ТКС Банк
Альфа-Банк	Газпромбанк	ФК Открытие	ХКФ Банк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал	Сбербанк	



#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 9900 доб. 5021
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 9900 доб. 8674
Сергей Либин		(+7 495) 221 9838
Андрей Полищук		(+7 495) 221 9849
Федор Корначев		(+7 495) 221 9851
Наталья Колупаева		(+7 495) 221 98 52
Константин Юминов		(+7 495) 221 9842

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
Тимур Файзуллин		(+7 495) 221 9856
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.