



Мировые рынки

Все внимание на рынок труда

После заявлений председателя ФРБ Алтанты Д. Локхарта о возможности повышения ставки уже в сентябре, несмотря на плохую макростатистику, рынок стал еще внимательнее смотреть за экономическими данными, на которые будет опираться FOMC при принятии соответствующего решения. Так, опубликованный вчера индекс деловой активности PMI в непромышленной сфере существенно превзошел ожидания рынка, достигнув 60,3 пункта против ожиданий 56,2. На этом фоне вероятность повышения ставки уже в сентябре в первый раз превысила 50% и составила 52%, т.е. впервые рынок считает, что ставка может быть повышена в сентябре, а доходность UST10 выросла еще на 5 б.п. до 2,27%. Сегодня и в пятницу выйдут основные данные по рынку труда в США, включая уровень безработицы, который, по ожиданиям, не должен измениться за период. Динамика рынка труда будет являться важным индикатором для многих членов FOMC перед заседанием. Вчера цены на нефть марки Brent вновь поднимались выше психологически важной отметки в 50 долл. за барр. Дополнительную поддержку котировкам оказала статистика по запасам нефти в США, которые за неделю снизились на 4,4 млн барр., тогда как ожидалось сокращение лишь на 1,6 млн барр. Но этих данных оказалось недостаточно, чтобы удержать котировки выше 50 долл., на закрытии торгов цены на нефть оказались на уровне 49,59 долл./барр. Вероятно, в преддверии завтрашней статистики по рынку труда США, цены на нефть сегодня будут оставаться под давлением.

Экономика

Инфляция с 28 июля по 3 августа осталась на уровне 0%, признаков дефляции не наблюдается

Вторую неделю подряд инфляция остается на нулевом уровне, ввиду чего показатель инфляции год к году стабилизировался на отметке 15,6%. Несмотря на ничтожно малые значения инфляции, убирая округление, можно отметить, что среднесуточные темпы роста цен по сравнению с предшествующей неделей сейчас даже подросли и остаются положительными, поэтому признаков дефляции не прослеживается. Из позитивных сигналов нельзя не отметить, что удешевление плодоовощной продукции (основной фактор, который мог бы привести к летней дефляции) на данной неделе ускорилось до -3% против -1,6% в предыдущий период. Но, во-первых, сейчас оно перекрывается более быстрым удорожанием других продуктов (7 категорий из 22 в отчете Росстата), во-вторых, даже при сохранении текущих темпов падения цен на фрукты и овощи, выйти на дефляцию в августе едва ли удастся, для этого нужно падение цен на плодоовощную продукцию более чем на 10% за месяц. Кроме того, продолжающееся с июля ослабление рубля еще только отразится на ценах. В этой связи мы считаем новый прогноз Минэкономразвития о том, что дефляции в августе не случится, а вместо этого инфляция составит около 0-0,1% м./м. и 15,5% г./г. вполне реалистичным.

Рынок ОФЗ

Инвесторы без премии оказались не готовы покупать даже плавающие выпуски

Итоги вчерашних аукционов ОФЗ для Минфина оказались неутешительными: из предложенных 15 млрд руб. разместить удалось лишь 2,84 млрд руб., при этом суммарный спрос превысил предложение. По-видимому, большая часть заявок на покупку (их объем составил 15,6 млрд руб.) была выставлена с заметным дисконтом к котировкам вторичного рынка (отсечки были установлены почти по рынку, на уровнях 102,01% и 101,6% по 29006 и 29011, соответственно), особенно высокий дисконт инвесторы запросили по ОФЗ 29006 (было размещено лишь 314 млн руб.). Минфин по-прежнему оказался не готов предлагать премию в доходности, несмотря на то, что в 3 кв. осуществление заимствований явно отстает от плана (формально ОФЗ-ИН в него не включены). Это может потребовать дополнительных средств из Резервного фонда для возмещения недостающих источников финансирования бюджетного дефицита. Но траты из Резервного фонда на покрытие дефицита и так в этом году могут оказаться на 1 трлн руб. меньше запланированных (из-за опережающего роста доходов). Кроме того, резервный фонд растет в рублевом эквиваленте, что не должно создать трудностей с финансированием даже запланированного дефицита. Низкий интерес к ОФЗ 29006 (6M RUONIA + 120 б.п.) помимо длительного срока до их погашения обусловлен, по нашему мнению, тем обстоятельством, что ставка купона на следующий период (с 12 августа по 10 февраля 2016 г.) оказалась не достаточно высокой (всего 12,66% годовых, в отличие от более коротких ОФЗ 29011 с новой ставкой купона 14,42% годовых). Успешное размещение ОФЗ 24018 (с купоном 15,27% годовых) на прошлой неделе свидетельствует о том, что инвесторы ориентируются главным образом на высокую текущую доходность даже в случае "защитных" инструментов. На рынке классических ОФЗ вчера наблюдалась некоторая консолидация, несмотря на продолжившееся ослабление рубля (на 50 копеек до 63,50 руб./долл.) в ответ на снижение стоимости Brent до 49,6 долл./барр. В среднесрочной перспективе вероятно повышение доходностей длинных ОФЗ как минимум до YTM 11%.

Рынок корпоративных облигаций

НЛМК: экспортные продажи оказались менее выгодны. См. стр. 2

НЛМК: экспортные продажи оказались менее выгодны

Слабые результаты за 2 кв., хотя кредитный профиль по-прежнему устойчив

НЛМК (BB+/Ba1/BBB-) опубликовал достаточно слабые финансовые результаты за 2 кв. 2015 г. Хотя с точки зрения кредитного профиля компания остается по-прежнему устойчивой (долговая нагрузка - одна из самых низких в отрасли, наличие существенного запаса ликвидности), снижение кв./кв. EBITDA (-25%) и рентабельности (-6,5 п.п.), скорее всего, будет одним из самых заметных среди металлургов во 2 кв. в связи с ориентированностью НЛМК на экспортные рынки (доля экспорта - свыше 60%, Евраз - 52%, Северсталь - 41%, ММК - 23%), так как прибыльность экспортных продаж во 2 кв. была ниже, чем на внутреннем рынке. Более того, сужение спреда "металлопродукция-сырье" и частично укрепление рубля (на 15% кв./кв. в основном в конце квартала) оказали давление на результаты НЛМК.

Ключевые финансовые показатели НЛМК

В млн долл., если не указано иное	2 кв. 2015	1 кв. 2015	изм.	1П 2015	1П 2014	изм.
Выручка	2 140	2 216	-3%	4 356	5 446	-20%
EBITDA	476	638	-25%	1 115	1 063	+5%
Рентабельность по EBITDA	22,3%	28,8%	-6,5 п.п.	25,6%	19,5%	+6,1 п.п.
Чистая прибыль	169	322	-48%	491	331	+48%
Операционный поток	426	434	-2%	860	1 019	-16%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-122	-282	-2,3x	-404	-655	-38%
Капвложения	178	116	+53%	293	281	+4%
Финансовый поток	-135	-96	+41%	-231	-404	-43%

В млн долл., если не указано иное	30 июня 2015	31 марта 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	2 516	2 562	-2%
Краткосрочный долг	578	668	-13%
Долгосрочный долг	1 939	1 894	+2%
Чистый долг	1 133	1 247	-9%
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,5x	0,5x	-

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Динамика выручки обусловлена снижением экспортных цен

Выручка во 2 кв. сократилась на 3% кв./кв. до 2,14 млрд долл., что было обусловлено снижением мировых цен на металлопрокат, которые оставались под давлением снижения цен на сырье и избытка предложения со стороны Китая. Так, по данным компании, в Европе цены в долларовом выражении снизились на 3-10% кв./кв., в США - на 12-20% кв./кв., экспортные цены на слябы НЛМК - на 6% кв./кв. Поддержку выручке оказали продажи на внутреннем рынке, на котором цены на базовые марки плоского и сортового проката выросли на 4-18% в долларах (в рублях цены снизились на 2-12%). В связи с этим, компания во 2 кв. наращивала объемы продаж на российский рынок (+10% кв./кв., доля в отгрузках выросла с 36% до 38%). Общие объемы реализации НЛМК выросли на 1% кв./кв.

Сужение ценового спреда "продукция-сырье" снизило рентабельность

Показатель EBITDA во 2 кв. упал на 25% кв./кв. (до 476 млн долл.), рентабельность по EBITDA - на 6,5 п.п. до 22,3%, что связано со снижением экспортных цен, сужением ценового спреда "металлопродукция-сырье" и укреплением рубля (цены на коксующийся уголь на внутреннем рынке выросли на 15,6% кв./кв. в рублях, а в долларовом выражении - на 37% кв./кв.). В итоге денежная себестоимость сляба выросла на 21% кв./кв. до 238 долл./т (такие же темпы роста cash-cost продемонстрировала и Северсталь по итогам 2 кв.).

В 3 кв. результаты компании должно поддержать снижение цен на коксующийся уголь (в среднем на 10-20% в рублях в июле относительно 2 кв.), а также текущее ослабление рубля. Однако в связи с рыночной волатильностью и изменениями валютного курса менеджмент компании очень осторожен в прогнозах, озвучив во время телеконференции, что рентабельность по EBITDA в течение года не опустится ниже 20%. Денежная себестоимость сляба прогнозируется при текущем курсе на уровне 210-220 долл./т (-8-12% к 2 кв.).

Операционный денежный поток во 2 кв. остался практически на том же уровне, что и кварталом ранее (-2% до 426 млн долл.) за счет высвобождения средств из оборотного

**Капвложения
покрываются
операционным
потоком**

капитала (41 млн долл. против инвестиций в него 56 млн долл. в 1 кв.). Его было достаточно для финансирования капвложений (178 млн долл.), которые выросли на 53% кв./кв. План компании по капзатратам на 2015 г. был уточнен на уровне 600-700 млн долл. (ранее - 650 млн долл.) в связи с ослаблением рубля и активной стадией строительства фабрики окомкования на Стойленском ГОКе (ввод запланирован на 2П 2016 г.).

**Низкие риски
ликвидности**

Краткосрочный долг компании по итогам 2 кв. составил 578 млн долл., из которых около половины - это возобновляемые линии на пополнение оборотного капитала, остальное (~300 млн долл.) - в основном рублевые НЛМК-7,8 общим номиналом 15 млрд руб. Хотя накопленные денежные средства и краткосрочные инвестиции компании составляют 1,38 млрд долл. (плюс невыбранные кредитные линии - 1,55 млрд долл.), НЛМК рассматривает различные варианты рефинансирования краткосрочного долга, в частности, после отчетной даты компания разместила НЛМК БО-14 номиналом 5 млрд руб., а сейчас среди приоритетных источников - предэкспортное финансирование.

По итогам 2014 г. и 1 кв. 2015 г. НЛМК объявил о выплате дивидендов в размере 170 и 179 млн долл., соответственно, а, по данным СМИ, дивиденды за 2 кв. могут составить 80-120 млн долл. В связи с ростом дивидендных выплат мы не ожидаем какого-либо существенного роста долговой нагрузки, при этом комфортным для себя компания считает уровень 1,0x Чистый долг/ЕБИТДА.

Рублевые облигации эмитента неликвидны. Евробонды NLMK 18, 19 котируются ниже кривой Роснефти. Инвесторам, нечувствительным к антироссийским санкциям, мы рекомендуем покупать бонды TMENRU 18, 20.

Ирина Ализаровская

irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru

+7 495 721 9900 (8674)



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	Русал
Евраз	Северсталь
Кокс	ТМК
Металлоинвест	Nordgold
ММК	Polyus Gold
Мечел	Uranium One
НЛМК	
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.