

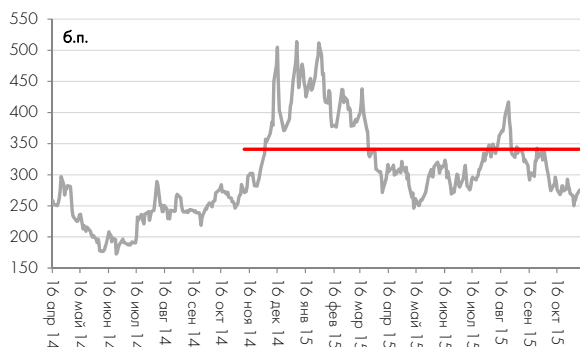


Мировые рынки

Бонды РФ выглядят хуже рынка

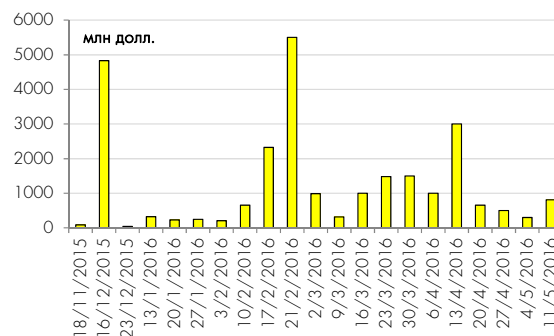
Вчерашний день оказался ненасыщенным экономическими данными (вышли лишь данные по инфляции цен потребителей и производителей в Китае на уровне +1,3% г./г. и -5,9% г./г. за октябрь, которые не препятствуют регулятору осуществлять меры по монетарному стимулированию). Глобальные рынки (американские и китайские акции ушли в минус) отыгрывали пятничные payrolls по США, а также вчерашние слабые данные по торговому балансу Китая. Хуже рынка выглядели суверенные бонды РФ (выпуски Russia 42, 43 вчера подешевели на 1,4-1,7 п.п.), несмотря на отсутствие негативной ценовой динамики на рынке UST (10-летние бумаги остались на уровне YTM 2,33%) и нефти (около 47,2 долл./барр., Brent). Мы не исключаем, что суверенные бонды РФ уже начинают ощущать влияние приближающегося погашения валютного РЕПО перед ЦБ. Напомним, что в конце прошлого-начале этого года банки активно привлекали дешевое годовое валютное РЕПО у ЦБ (под LIBOR + 50 б.п.), в том числе, для покупки сильно подешевевших на тот момент евробондов (их объем на балансе банков вырос на 8 млрд долл., по нашим оценкам), получая маржу не менее 4 п.п. Сейчас валютное РЕПО существенно дороже (не ниже LIBOR +200 б.п.), а, с другой стороны, доходности бондов заметно ниже, чем они были, как следствие, и маржа carry-trade в случае пролонгации РЕПО будет заметно меньше. Кроме того, с 1 января 2016 г. коэффициент риска по суверенным евробондам будет повышен до 100%. В таких условиях естественно ожидать увеличения предложения на продажу, по крайней мере, в рамках фиксации прибыли. По нашим оценкам, задолженность банков по годовому РЕПО перед ЦБ составляет 25,8 млрд долл., при этом первое большое погашение в размере 4,8 млрд долл. состоится 16 декабря 2015 г., для осуществления которого продажа бондов должна быть произведена заблаговременно. В настоящий момент спред Russia 42 к UST составляет 276 б.п., что ниже 12-месячного среднего значения на 65 б.п., и эти продажи могут стать катализатором возврата спреда к своему среднему.

Спред Russia 42 к кривой UST



Источник: Bloomberg, оценки Райффайзенбанка

График погашения годового валютного РЕПО перед ЦБ



Экономика

Импорт в октябре: оживления инвестиционного спроса пока нет. См. стр. 2

Рынок корпоративных облигаций

НЛМК на непростом рынке смог улучшить структуру продаж. См. стр. 3

НЛМК (BB+/Ba1/BBB-) опубликовал сильные финансовые результаты за 3 кв. и 9М 2015 г. впервые по МСФО (ранее -US GAAP). В отличие от снижения показателей уже отчитавшихся российских металлургов, НЛМК продемонстрировал рост EBITDA. Долговая нагрузка НЛМК остается одной из самых низких в отрасли - 0,5x Чистый долг/EBITDA. Краткосрочный долг в размере 740 млн долл. покрывается накопленными денежными средствами (493 млн долл.) и краткосрочными депозитами (812 млн долл.). Недавно размещенные 2-летние БО-8 НЛМК котируются с YTP 11,1%, что предполагает премию 90-100 б.п. к кривой ОФЗ. По нашему мнению, потенциал для ценового роста отсутствует в ближайшей перспективе. Евробонды NLMK 18, 19 выглядят дорого.

Импорт в октябре: оживления инвестиционного спроса пока нет

Согласно данным ФТС, снижение импорта из стран дальнего зарубежья в октябре 2015 г. ускорилось до -35,9% после -32,4% г./г. в сентябре. Но такое развитие событий напрямую не говорит о каком-либо реальном ухудшении, так как связано с эффектом высокой базы. В октябре 2014 г. импорт существенно возрос (1,1 млрд долл. до 22,4 млрд долл.), и сравнение с этим уровнем занизило показатели октября 2015 г. Между тем, месяц к месяцу в октябре 2015 г. импорт практически не сократился: 14,38 млрд долл. против 14,4 млрд долл. в сентябре. Таким образом, в действительности сейчас целесообразнее говорить о стабилизации темпов снижения импорта.

Визуально наиболее негативную динамику в октябре продемонстрировало сокращение импортных закупок продовольствия (-36% против -29% г./г. в сентябре), но именно этот сегмент стал основной причиной статистического эффекта - выраженный рост продовольственного импорта в октябре 2014 г. исказил общую картину.

По нашим оценкам, те сектора, которых в октябре коснулось реальное ограничение со стороны низкого спроса - это машины и оборудование. Падение такого импорта ускорилось год к году (до -37% против -31% г./г. в сентябре). И хотя месяц к месяцу импорт машин и оборудования все же продолжает расти (+2,8% м./м.), темпы этого роста в последнее время значительно сокращаются. Практически во всех категориях инвестиционного импорта закупки месяц к месяцу в октябре либо сократились, либо замедлили свой рост. В особенности это касается механического оборудования (около 40% всего импорта оборудования): -3,3% против +6,8% м./м. в сентябре. Исключением, пожалуй, является только динамика импорта средств наземного транспорта (около 20% всего импорта оборудования).

В остальных категориях импорта (включая текстильную продукцию) ухудшение динамики в октябре в большей степени носит сезонный характер и восстановится в ноябре-декабре 2015 г., когда традиционно наблюдается повышенный предпраздничный спрос.

Подводя итоги, новые данные не говорят о каком-либо значительном ухудшении динамики импорта, но не позволяют сделать вывод о начале тенденции его восстановления. Динамика инвестиционного импорта в основных категориях улучшилась несильно, и четких признаков инвестиционного спроса пока не прослеживается.

Мария Помельникова
maria.pomelnikova@raiffeisen.ru
+7 495 221 9845

НЛМК на непрестом рынке смог улучшить структуру продаж

Сильные финансовые результаты за 3 кв.

НЛМК (BB+/Ba1/BBB-) опубликовал сильные финансовые результаты за 3 кв. и 9М 2015 г. впервые по МСФО (ранее - US GAAP). В отличие от снижения показателей уже отчитавшихся российских металлургов, НЛМК продемонстрировал рост EBITDA на 6% кв./кв. и рентабельности по EBITDA на 2,8 п.п. (-11% и -1,1 п.п. кв./кв. у Северстали, -13% и -1,4 п.п. кв./кв. у ММК, соответственно) благодаря увеличению продаж высокомаржинальной продукции.

Долговая нагрузка НЛМК остается одной из самых низких в отрасли - 0,5x Чистый долг/EBITDA. Краткосрочный долг в размере 740 млн долл. покрывается накопленными денежными средствами (493 млн долл.) и краткосрочными депозитами (812 млн долл.). Для рефинансирования краткосрочной задолженности компания после отчетной даты привлекла достаточно "дешевые" средства: 4-летний предэкспортный кредит на 400 млн долл. по ставке LIBOR +3% и БО-8 номиналом 5 млрд руб. с офертой через 2 года со ставкой купона 11,1% год.

Ключевые финансовые показатели НЛМК

В млн долл., если не указано иное	3 кв. 2015	2 кв. 2015	изм.	9М 2015	9М 2014	изм.
Выручка	2 016	2 140	-6%	6 371	8 053	-21%
ЕБИТДА	508	479	+6%	1 628	1 744	-7%
Рентабельность по ЕБИТДА	25,2%	22,4%	+2,8 п.п.	25,6%	21,7%	+3,9 п.п.
Чистая прибыль	411	169	+2,4x	893	627	+42%
Операционный поток	537	383	+40%	1 405	1 470	-4%
Инвестиционный поток, в т.ч.*	н/д	н/д	-	-831	-645	+29%
Капвложения	145	171	-15%	445	446	0%
Финансовый поток*	н/д	н/д	-	-544	-805	-32%

В млн долл., если не указано иное	30 сент. 2015	30 июня 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	2 441	2 516	-3%
Краткосрочный долг	740	578	+28%
Долгосрочный долг	1 701	1 939	-12%
Чистый долг	1 071	1 133	-5%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM**	0,5x	0,5x	-

*Нет поквартальных данных в связи с переходом с US GAAP на МСФО

**ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Снижение выручки обусловлено ценами реализации

Выручка в 3 кв. сократилась на 6% кв./кв. до 2,02 млрд долл., что было обусловлено снижением цен реализации. В России они оставались преимущественно под давлением девальвации рубля: по данным НЛМК, цены на базовые марки плоского и сортового проката упали на 16-20% в долларовом эквиваленте, и на 1-5% в рублях. Мировые цены на металлопродукцию оставались под давлением снижения цен на сырье и избытка предложения со стороны Китая. Так, в Европе цены в долларовом выражении снизились на 1-5% кв./кв., экспортные цены на слябы НЛМК - на 4% кв./кв. В связи с некоторым сезонным ростом спроса в 3 кв. на внутреннем рынке компания наращивала объемы продаж в РФ (+14% кв./кв., доля в отгрузках выросла с 38% до 43%). Общие объемы реализации НЛМК выросли на 3% кв./кв.

Рост рентабельность в основном за счет структуры продаж и девальвации рубля

Несмотря на сужение ценового спреда "металлопродукция-сырье" (т.к. цены на г/к прокат падали быстрее, чем цены на сырье), показатель ЕБИТДА в 3 кв. вырос на 6% кв./кв. (до 508 млн долл.), рентабельность по ЕБИТДА - на 2,8 п.п. до 25,2%, что связано с:

- девальвацией рубля на 19% кв./кв.,
- улучшением структуры продаж (+7% кв./кв. - реализация готовой продукции, в том числе +10% кв./кв. - продукции НВА, снижение внешних продаж полуфабрикатов на 5% кв./кв. и на 15% внутри группы НЛМК за счет использования запасов) и
- ростом объемов продаж (+3% кв./кв.).

В итоге денежная себестоимость сляба на Липецкой площадке снизилась на 27% кв./кв. до 197 долл./т.

Капвложения профинансированы из операционного потока

Операционный денежный поток в 3 кв. вырос на 40% кв./кв. до 537 млн долл., в том числе, за счет высвобождения из оборотного капитала 107 млн долл. Его было достаточно для финансирования капвложений (145 млн долл.). План компании по капзатратам на 2015 г. на уровне 650 млн долл. подразумевает рост инвестиций в 4 кв. до 205 млн долл. (+41% кв./кв.), что связано с активной стадией строительства фабрики окомкования на Стойленском ГОКе (ввод запланирован на 2П 2016 г.). В 2016 г. НЛМК прогнозирует капвложения на уровне 550-600 млн долл.

Перспективы отрасли не оптимистичны

По нашим оценкам, неблагоприятная конъюнктура на рынке стали (существенный рост экспорта из Китая) продолжит оказывать давление на показатели компании в ближайшей перспективе, тем более, что эффект девальвации, по большей степени, уже отыгран, а индексация тарифов естественных монополий и слабый спрос на металлопродукцию на внутреннем рынке не окажут поддержку результатам НЛМК.

10 ноября 2015 г.

Недавно размещенные 2-летние БО-8 НЛМК котируются с УТР 11,1%, что предполагает премию 90-100 б.п. к кривой ОФЗ. По нашему мнению, потенциал для ценового роста отсутствует в ближайшей перспективе. Рублевые облигации слишком оптимистично оценивают вероятность снижения ключевой рублевой ставки. Евробонды NLMK 18, 19 выглядят дорого, котируясь ниже кривой Роснефти; мы рекомендуем продавать бумаги, учитывая вероятное повышение ключевой долларовой ставки и продажу евробондов РФ для погашения валютного РЕПО перед ЦБ.

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 за август: признаков фундаментального улучшения не прослеживается

Реального восстановления в промышленности пока не произошло

Падение ВВП во 2 кв. ускорилось до -4,6% г./г. В 3 кв. ситуация несильно улучшится

Монетарная политика ЦБ

ЦБ берет курс на умеренно-жесткую денежно-кредитную политику

Падение цены на нефть может «заморозить» планы по снижению ключевой ставки до 2016 г.

Валютный рынок

Замедление падения импорта пока не привело к негативному эффекту на рубль

ЦБ не ждет избыточного спроса на валюту во 2П 2015 г.

Компании по-прежнему рефинансируют существенную часть внешнего долга, но риски для рубля сохраняются

Рынок облигаций

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

ОФЗ с оптимизмом восприняли решение ЦБ

Инфляция

Недельная инфляция ускоряется, не оставляя поводов для снижения ключевой ставки

Ускорение инфляции в августе: виной слабый рубль

Ликвидность

Ставки денежного рынка остаются повышенными ввиду роста рублевых ставок по свопам

Рост дефицита консолидированного бюджета наполняет банковский сектор рублевой ликвидностью

Бюджет и долговая политика

Минфин рассматривает возможность пополнения Резервного фонда при нефти выше 50-60 долл./барр.

Бюджетное правило возьмет паузу на 2016 г.

Расходование средств федерального бюджета идет строго по расписанию

Банковский сектор

Риск возникновения дефицита валютной ликвидности усиливается

Юрица дополнили банковскую систему валютой



#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

X5	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 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 8674

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.