

Пульс рынка

- **Бюджетный кризис прошел незамеченным для payrolls.** Отчет по американскому рынку труда за октябрь оказался неожиданно позитивным: прирост рабочих мест в несельскохозяйственных отраслях составил 204 тыс., заметно превзойдя ожидавшиеся 120 тыс. и показатели сентября (163 тыс.). Основное улучшение произошло в частном секторе, где число рабочих мест выросло на 212 тыс. (против 150 тыс. в сентябре). Несмотря на небольшое повышение уровня безработицы (на 0,1 п.п. до 7,3%), а также ухудшение настроений потребителей (продолжившееся и в ноябре), payrolls были негативно восприняты участниками рынка UST: доходности 10-летних бондов подскочили на 15 б.п. до УТМ 2,75%, отразив усилившиеся ожидания скорого сворачивания QE. На этом фоне произошло заметное снижение цен российских суверенных бондов: так, Russia 42 подешевели на 2 п.п. до 100,3% от номинала. Сегодня ожидается невысокая волатильность рынков в связи с празднованием в США Дня ветеранов (банки закрыты).
- **ЦБ оставил ставки без изменений...** После неожиданного ускорения инфляции в октябре (до 6,3%) на фоне всплеска продовольственных цен такое решение было закономерным. Несмотря на то, что, как мы и думали, ЦБ заостряет внимание на немонетарном характере ускорившейся инфляции и ожидает ее последующего снижения в 2014 г., текущий скачок цен, на наш взгляд, создает угрозу формированию "более выраженных позитивных тенденций в динамике инфляционных ожиданий", что ставит под сомнение возможность снижения ставок даже в начале 2014 г. Об отсутствии необходимости пересмотра ставок говорит и то, что в пресс-релизе ЦБ, хотя и признает слабую инвестиционную динамику, тем не менее, не прогнозирует дальнейшего увеличения отрицательного разрыва выпуска. Однако нельзя исключать, что на настроения регулятора повлияет публикация разочаровывающих данных по ВВП.
- **...но удивил обзором Основных направлений денежно-кредитной политики (ОНДКП).** В документе ЦБ обещается создать единый пул обеспечения, дополнив и расширив список новыми активами (их вид не уточняется). Мы считаем, что в качестве нового залога в первую очередь могут быть добавлены поручительства, ценные бумаги, выпущенные в ходе секьюритизации ипотечных кредитов и кредитов МСБ, совокупный вклад которых должен быть значительным. Один из самых интересных моментов ОНДКП - тезис о том, что для поддержания состояния ликвидности ЦБ "рассмотрит возможность введения иных операций по предоставлению ликвидности («линий ликвидности») в целях создания условий для выполнения банками новых нормативов краткосрочной ликвидности в соответствии с Базелем III" (планируется с 1 января 2015 г.). Напомним, что в настоящий момент действуют нормативы Н2, Н3, Н4, регулирующие мгновенную (1 день), текущую (30 дней) и долгосрочную (365 дней) ликвидность. По-видимому, в рамках перехода на Базель III ЦБ РФ планирует ввести ряд изменений в расчет текущих нормативов ликвидности (по аналогии с нормативом достаточности капитала Н1, вместо него с 1 января 2014 г. вводятся Н1.1, Н1.2 и Н1.0). По словам А. Симановского выделение линий ликвидности (на срок 30 дней, в течение которого лимит не может быть изменен) обусловлено относительно низким (например, в сравнении со странами еврозоны) объемом госбумаг, которые банки могли бы использовать для получения рефинансирования в ЦБ РФ и поддержания своей ликвидной позиции. Каким будет механизм этих "линий ликвидности" не уточняется, но из контекста высказываний А. Симановского следует, что кредиты будут необеспеченными.
- **Вопреки началу налогового периода о/п ставки МБК на неделе могут остаться вблизи 6%.** Одной из причин, по которой поступления из бюджета и сокращение наличности в обращении, а также прирост кредитов под нерыночные активы не транслировались в резкое сокращение ставок (RUONIA опустилась ниже 6% только в пятницу, последний день усреднения), и банки были вынуждены воспользоваться валютными свопами (по 6,5%), стала довольно жесткая политика ЦБ по о/п лимитам РЕПО (спрос на эти операции стабильно превышал предложение). Но уже сегодня ЦБ расширил о/п лимиты (с 50 до 140 млрд руб.), и вскоре предоставит щедрое предложение по недельным операциям. Вопреки началу страховых выплат, встречные поступления бюджета продолжатся, но ставки едва ли удержатся ниже 6%, т.к. 1) банкам придется нарастить корсчета с началом нового периода усреднения, 2) Казначейство начало изымать ранее выданные банкам депозиты (предлагая только 205 млрд руб. под погашение 254 млрд руб.).

Темы выпуска

- **НЛМК: продолжает оптимизацию европейских активов**

НЛМК: продолжает оптимизацию европейских активов

Результаты оцениваем нейтрально

НЛМК (BB+/Baa3/BBB-) опубликовал финансовые результаты за 3 кв. 2013 г. по US GAAP, которые мы оцениваем нейтрально.

Неблагоприятная ценовая конъюнктура не была компенсирована улучшением структуры продаж

Преимущественно неблагоприятная ценовая конъюнктура на рынках стали (в РФ и Европе цены упали на 6% и 2% кв./кв. в долларах, соответственно; в США, напротив, выросли на 10% кв./кв.) не была компенсирована улучшением структуры продаж (+2% кв./кв. объемы реализации проката с добавленной стоимостью): выручка снизилась на 4% кв./кв. При этом цена закупки коксующегося угля практически не изменилась, что оказало дополнительное давление на рентабельность, однако за счет оптимизации затрат компании удалось сохранить рентабельность по EBITDA практически на уровне предыдущего квартала (-0,2 п.п. до 13,9%).

Снижение долга за счет деконсолидации NVH, долговая нагрузка на прежнем уровне

Снижение долга на 14% за 3 кв. было главным образом обеспечено деконсолидацией долга NLMK Belgium Holdings (в связи с продажей 20,5% доли бельгийской госкомпании SOGEPА, при этом особенности сделки таковы, что произошла утрата контроля со стороны НЛМК, что привело к деконсолидации этого актива). Чистый долг сократился лишь на 7% кв./кв. в результате направления средств на депозиты, его отношение к EBITDA LTM (по нашим оценкам, без учета краткосрочных фин. вложений) в итоге осталось на том же уровне - 2,2x. Ликвидная позиция компании по-прежнему остается комфортной - денежные средства и эквиваленты (835 млрд долл.) полностью покрывают краткосрочный долг (616 млн долл.), также НЛМК доступны невыбранные кредитные линии в объеме 2,3 млрд долл. После отчетной даты компания разместила рублевые облигации с офертой через 4 года на 5 млрд руб.

Ликвидная позиция комфортна

Ключевые финансовые показатели НЛМК

в млн долл., если не указано иное	3 кв. 2013	2 кв. 2013	изм.	3 кв. 2012	изм.
Выручка	2 720	2 829	-4%	3 003	-9%
Валовая прибыль	497	552	-10%	686	-27%
Валовая рентабельность	18,3%	19,5%	-1,2 п.п.	22,8%	-4,5 п.п.
ЕБИТДА	379	400	-5%	483	-21%
Рентабельность по ЕБИТДА	13,9%	14,1%	-0,2 п.п.	16,1%	-2,2 п.п.
Чистая прибыль	138	34	+4,1x	166	-17%
Операционный поток	406	320	+27%	684	-41%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-628	-51	+12,3x	-337	+1,9x
Капвложения	-283	-221	+28%	-347	-18%
Финансовый поток	-161	-266	-39%	707	-

в млн долл., если не указано иное	30 сент. 2013	30 июня 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	4 124	4 786	-14%
Краткосрочный долг	616	994	-38%
Долгосрочный долг	3 508	3 792	-7%
Чистый долг*	3 288	3 545	-7%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM**	2,21x	2,23x	-

* Без учета краткосрочных финансовых вложений

** ЕБИТДА за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Объемы реализации снизились из-за сокращения экспорта

Объемы реализации металлопродукции в 3 кв. снизились на 1% кв./кв. до 3,72 млн т. Из-за сокращения спроса произошло снижение экспортных поставок, в частности, в Юго-Восточную Азию, Европу. В РФ, напротив, объемы продаж выросли в связи с сезонным спросом и благодаря дополнительным отгрузкам с завода сортового проката НЛМК-Калуга (запущен в июле 2013 г.). Также в США объемы поставок повысились на фоне улучшения в этом регионе рыночной конъюнктуры. Доля продаж в РФ выросла с 37% до 43%, в США - с 12% до 14%. Рост продаж продукции с добавленной стоимостью составил + 2% кв./кв. до 1,41 млн т.

На фоне снижения цен и общих объемов реализации выручка в 3 кв. сократилась на 4% кв./кв.

<p>Маржа EBITDA не изменилась кв./кв. за счет роста HVA продаж и сокращения затрат</p>	<p>до 2,7 млрд долл., ее снижение происходило в стальном и горнодобывающем сегментах.</p> <p>Падение EBITDA (всего -5% кв./кв. до 379 млн долл.) было сдержано благодаря большей доле продаж продукции с высокой добавленной стоимостью, снижению денежных расходов (cash-cost) на производство слябов (-5% кв./кв. до 329 долл.), а также затрат на SG&A, по-видимому, в связи с сокращением экспорта в пользу реализации в РФ. Рентабельность по EBITDA осталась на уровне предыдущего квартала (-0,2 п.п. до 13,9%), в стальном сегменте она снизилась с 10% до 9%, в горнодобывающем - с 65% до 61%, в сегменте сортового проката этот показатель повысился с 5% до 8%. Сегмент зарубежного проката по-прежнему остается убыточным на уровне EBITDA (-35 млн долл., -62 млн долл. во 2 кв. 2013 г.).</p>
<p>По прогнозам компании, фин. результаты 4 кв. будут традиционно слабее кв./кв.</p>	<p>Согласно прогнозам компании, производство стали в 4 кв. 2013 г. вырастет на 5% кв./кв. за счет объемов производства на НЛМК-Калуга, всего же за 2013 г. рост объемов составит +4% г./г. до 15,5 млн т. При этом финансовые показатели 4 кв. традиционно будут слабее, чем в 3 кв. из-за сезонного снижения спроса. По оценкам компании, цены реализации в 4 кв. останутся на том же уровне или несколько превысят цены 3 кв. 2013 г.</p>
<p>Капвложения профинансированы из операционного потока</p>	<p>Операционный денежный поток в 3 кв. вырос на 27% кв./кв. до 406 млн долл. за счет высвобождения средств из оборотного капитала (125 млн долл. против инвестиций -13 млн долл. в предыдущем квартале). Его было достаточно для финансирования капзатрат (283 млн долл.). По данным менеджмента, капвложения в 2013 г. составят 850 млн долл., что более чем на 40% ниже уровня 2012 г., поскольку ряд крупных проектов уже завершен (в частности, один из ключевых - строительство завода сортового проката в Калуге). В 2014 г. капитальные вложения планируются на уровне 2013 г.</p>
<p>Рублевые облигации НЛМК выглядят дорого</p>	<p>Размещенные в октябре 4-летние БО-13 котируются с YTM 8,1% (=ОФЗ + 140 б.п.), что соответствует премии к близким по дюрации выпускам Роснефти всего 20-30 б.п. На рынке евробондов премия бумаг НЛМК к кривой Роснефти/ТНК-ВР составляет 45-70 б.п. Кроме того, на локальном рынке в последнее время появляется предложение от высококачественных корпоративных эмитентов (РЖД, Фольксваген), что нивелирует потенциал для ценового роста обращающихся облигаций.</p>
<p>PGILLN 20 недооценены</p>	<p>Еврооблигации PGILLN 20 предлагают наибольшую доходность среди бумаг корпоративных эмитентов с инвестиционным рейтингом, премия к NLMK 19 составляет 60 б.п. Цены на золото в последнее время находятся около 1250-1300 долл./унция, при этом денежная себестоимость у Полюс Золота (BB+/-/BBB-) составила 694 долл./унция за 2012 г., что свидетельствует о наличии высокого запаса прочности. Мы рекомендуем играть на сужении спреда PGILLN 20 - NLMK 19.</p>

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

[«Мантры» стимулирования экономики](#)

[Промпроизводство РФ в августе: на нуле](#)

[Макростатистика августа: инвестиционный пессимизм](#)

Инфляция

[Инфляция в РФ «заходит на посадку»](#)

Валютный рынок

[ЦБ продолжает ослаблять контроль над курсом](#)

[Минфин не будет покупать валюту по новой схеме в 2013 г. — почти нейтрально для рубля](#)

[Рубль и валюты других стран GEM: есть разница](#)

Монетарная политика ЦБ

[Тихая революция монетарной политики?](#)

Рынок облигаций

[ОФЗ: лебедь, рак и щука](#)

[Приход Euroclear/Clearstream в корпоративный сегмент «повис в воздухе»](#)

Платежный баланс

[МЭР планирует повысить прогноз оттока капитала](#)

[Профицит торгового баланса демонстрирует постоянство: нейтрально для рубля](#)

Ликвидность

[Ликвидность: ставки по осени считают?](#)

[Новый аукцион ЦБ - иллюзия снижения ставок?](#)

[Аукцион ЦБ: дефицита ликвидности нет?](#)

Бюджет

[Приватизация - не панацея](#)

[Досрочное "распечатывание" ФНБ](#)

[Для экономических стимулов ничего не жалко, даже Резервного фонда](#)

[Бюджетная арифметика вселяет надежды](#)

Долговая политика

[Минфин в 3 кв. планирует разместить ОФЗ на 270 млрд руб.](#)

Банковский сектор

[В поиске экономических стимулов акцент сместился на банковскую систему](#)

[Новые уточнения к Положению №395-П](#)

[Валютные метаморфозы: новый фактор спроса на госфондирование](#)

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	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Транспорт

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Центр-инвест	ЛОКО-Банк	Сбербанк
АИЖК	ВТБ	МКБ	ТКС Банк
Альфа-Банк	ЕАБР	НОМОС Банк	ХКФ Банк
Азиатско-Тихоокеанский Банк	Газпромбанк	ОТП Банк	
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал	РСХБ	

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 Цвян		(+7 495) 225 9184

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Антон Кенякин		(+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. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.