



## Мировые рынки

### Юань достиг дна?

Сегодня Народный банк Китая в очередной раз ослабил официальный курс юаня, в этот раз на 1,1%, в результате чего девальвация за последние три дня составила 4,7%, при этом официальные лица НБК заявили на пресс-брифинге, что не видят причин для дальнейшего понижения официального курса, и что в случае резких колебаний курса Банк может производить интервенции. Такие заявления привели к росту рискованных активов по всему миру, к примеру, азиатские индексы акций прибавляют около 1%, фьючерсы на американские индексы растут на 0,5%, а нефть марки Brent вновь превысила уровень 50 долл./барр. Доходность 10-летних UST выросла на 10 б.п. до 2,16%. Сегодня публикуются данные по динамике розничных продаж в США за июль, где ожидается рост на 0,5% м./м. по сравнению со снижением на 0,3% м./м. в июне, и по первоначальным заявкам на получение пособия по безработице, которые ожидаются на уровне 270 тыс., что совпадает со значением прошлой недели.

## Экономика

### Недельная инфляция стабилизировалась, но без надежды на дефляцию

По данным Росстата, инфляция с 4 по 10 августа третью неделю подряд составила 0%. Показатель инфляции год к году, таким образом, остается на уровне 15,6% (15,8% в июле, 15,3% в июне). Несмотря на то, что инфляция в августе находится несколько выше прогнозируемых ранее уровней (признаков дефляции не наблюдается), среднесуточные темпы роста цен оказались даже ниже, чем на предыдущей неделе. Удешевление плодоовощной продукции, которое является дезинфляционным фактором, тем не менее, не ускорилось (-3%, как и неделей ранее), а снижение темпов роста цен или удешевление других продуктов лишь компенсировало ухудшение ценовой динамики прочих сегментов. Учитывая ослабление рубля, которое окажет дополнительный эффект на цены, в текущей ситуации мы считаем более вероятным выход на небольшую инфляцию в августе (0-0,1%).

## Рынок ОФЗ

### Без премии интерес к ОФЗ остается низким

Даже на самый защитный выпуск ОФЗ 24018 (короткая дюрация, высокий текущий купон, плавающая ставка) спрос на аукционе без премии (по доходности) ко вторичному рынку оказался низким: из предложенных 10 млрд руб. реализовать удалось лишь 6,2 млрд руб., при этом цена отсечения 102% от номинала соответствует уровню рынка за день до аукциона. Стоит отметить, что если бы Минфин предложил ценовой дисконт, то был бы размещен весь объем (общий спрос составил 12,45 млрд руб.), однако по каким-то причинам ведомство предпочитает размещать по рынку. По нашему мнению, плавающие ОФЗ не оказывают сильного влияния на ценообразование негосударственных бумаг (из-за того, что почти все они имеют фиксированную ставку). Кроме того, для банков, являющихся основными инвесторами в RUONIA+, приоритетным стал не темп прироста активов, а их качество и прибыльность (ОФЗ 24018 не имеет премии к ставке 6M RUONIA). В этой связи результат аукциона по ОФЗ 24018 является негативным сигналом в целом для рынка ОФЗ: готовность покупать ОФЗ с большей маржой над стоимостью фондирования (РЕПО) означает отсутствие потенциала для ценового роста.

Классические ОФЗ с длинной дюрацией продолжают демонстрировать умеренно негативную ценовую динамику (котируясь в районе YTM 11%), следуя, главным образом, за курсом рубля, в отношении которого пока поводов для оптимизма не наблюдается (прежде всего, по причине избытка нефти на глобальном рынке). Мы сохраняем среднесрочную цель по длинным ОФЗ на уровне YTM 11,5%.

## Рынок корпоративных облигаций

### ММК: в выигрыше по сравнению с экспортерами. См. стр. 2

ММК (-/Ba3/BB+) опубликовал сильные финансовые результаты за 2 кв. 2015 г. в условиях непростой конъюнктуры на рынке стали. Несмотря на снижение объемов реализации, хорошие результаты за 2 кв. были обеспечены традиционно высокой долей продаж компании на российском рынке, на котором в течение квартала присутствовала премия к мировым ценам на металлопродукцию в связи с укреплением рубля (после его ослабления и достижения внутренними ценами экспортного паритета к концу 1 кв.). В то же время, укрепление российской валюты привело и к росту расходов и более медленному, чем выручка росту EBITDA, и соответственно, снижению рентабельности на 1,1 п.п. кв./кв. до 30%. Тем не менее, это снижение было менее выраженным, чем у уже отчитавшихся за 2 кв. металлургов: Северстали (-5,5 п.п. кв./кв.) и НЛМК (-6,5 п.п. кв./кв.). Долговая нагрузка снизилась с 1,2x в 1 кв. до 1,1x Чистый долг/EBITDA (без учета депозитов). Риски рефинансирования остаются низкими. Ликвидность в облигациях эмитента практически отсутствует.

## ММК: в выигрыше по сравнению с экспортерами

**Сильные результаты за 2 кв. 2015 г. обеспечены высокой долей продаж в РФ**

ММК (-/Ba3/BB+) опубликовал сильные финансовые результаты за 2 кв. 2015 г. в условиях непростой конъюнктуры на рынке стали. Несмотря на снижение объемов реализации, хорошие результаты за 2 кв. были обеспечены традиционно высокой долей продаж компании на российском рынке, на котором в течение квартала присутствовала премия к мировым ценам на металлопродукцию в связи с укреплением рубля (после его ослабления и достижения внутренними ценами экспортного паритета к концу 1 кв.). В то же время, укрепление российской валюты привело и к росту расходов и более медленному, чем выручка, росту EBITDA, и соответственно, снижению рентабельности на 1,1 п.п. кв./кв. до 30%. Тем не менее, это снижение было менее выраженным, чем у уже отчитавшихся за 2 кв. металлургов: Северстали (-5,5 п.п. кв./кв.) и НЛМК (-6,5 п.п. кв./кв.).

Долговая нагрузка снизилась с 1,2x в 1 кв. до 1,1x Чистый долг/EBITDA (без учета депозитов). Для погашения/рефинансирования краткосрочного долга (922 млн долл.) у компании имеются денежные средства - 253 млн долл., краткосрочные депозиты (сроки по которым совпадают со сроками погашения долга) - 427 млн долл., а также доступные кредитные линии - 1,1 млрд долл.

### Ключевые финансовые показатели ММК

В млн долл., если не указано иное	2 кв. 2015	1 кв. 2015	изм.	1П 2015	1П 2014	изм.
Выручка	1 645	1 511	+9%	3 156	4 090	-23%
EBITDA	493	470	+5%	963	693	+39%
Рентабельность по EBITDA	30,0%	31,1%	-1,1 п.п.	30,5%	16,9%	+13,6 п.п.
Чистая прибыль	272	196	+39%	468	80	+5,8x
Операционный поток	270	254	+6%	524	538	-3%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-188	-151	+24%	-339	-369	-8%
Капвложения	91	64	+42%	155	281	-45%
Финансовый поток	-27	-180	-6,7x	-207	41	-

  

В млн долл., если не указано иное	30 июня 2015	31 марта 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	2 336	2 333	0%
Краткосрочный долг	922	884	+4%
Долгосрочный долг	1 414	1 449	-2%
Чистый долг*	2 083	2 124	-2%
Чистый долг/EBITDA LTM**	1,1x	1,2x	-

\* Без учета депозитов

\*\* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Рост выручки за счет премии на российском рынке и укрепления рубля**

Объемы реализации товарной продукции ММК во 2 кв. сократились на 9% кв./кв. в результате снижения спроса в РФ после нехарактерного для 1 кв. пополнения запасов металлотрейдерами (во время роста внутренних цен до экспортного паритета). При этом падение было бы более существенным, если бы не рост спроса на толстый лист стана 5000, используемого для производства труб большого диаметра (+10,8% кв./кв.), а также наращивание компанией экспортных отгрузок с 23% до 27% (в основном в Северную Африку, Азию).

Несмотря на сокращение объемов продаж, выручка повысилась на 9% кв./кв. до 1,64 млрд долл. за счет роста средней цены реализации (+12,9% кв./кв.) и укрепления рубля (+15% кв./кв.).

**Давление на EBITDA оказали курс рубля и коммерческие расходы**

Укрепление рубля при этом оказало давление на показатель EBITDA, который вырос лишь на 5% кв./кв. до 493 млн долл. Так, денежная себестоимость сляба выросла на 15,9% за 2 кв. до 240 долл./т, без учета укрепления рубля она снизилась на 1,9% кв./кв. Также негативный эффект на EBITDA оказал рост коммерческих расходов (+32%) в результате изменения методики отражения транспортных расходов (которые теперь учитываются в расходах и будут отражаться в выручке после получения оплаты от контрагентов).

Операционный денежный поток во 2 кв. вырос на 6% кв./кв. до 270 млн долл. за счет

**Капвложения профинансированы из операционного потока**

небольшого снижения инвестиций в оборотный капитал (111 млн долл. против 126 млн долл. в 1 кв.). Если в 1 кв. существенные инвестиции в оборотный капитал (для сравнения - 39 млн долл. в 1 кв. 2014 г. ) были связаны с проблемами клиентов с ликвидностью и переключением с режима предоплаты на оплату после поставки, то во 2 кв. это стало следствием увеличения запасов, в частности, лома в связи с низкой (21%) загрузкой электродуговых мощностей (из-за низкого спроса на сортовой прокат).

Капвложения во 2 кв. (91 млн долл.) были профинансированы из операционного денежного потока. За 1П компанией было освоено ~39% годовой инвестпрограммы, которая была подтверждена на уровне 400 млн долл.

**Дивиденды не повысят долговую нагрузку**

В 3 кв. компания ожидает рост спроса на свою продукцию в связи с более поздним в этом году, чем обычно увеличением спроса на строительный сортамент, что должно поддержать операционный результаты. Однако, по данным менеджмента, загрузка электродуговых печей по-прежнему пока остается низкой. При этом текущая очередная волна ослабления рубля, по нашим оценкам, снизит выручку, тем более, что премия к мировым ценам на внутреннем рынке уже нивелирована, но в то же время может повысить рентабельность ММК.

В связи с сильными результатами компания может утвердить дивиденды за 1П 2015 г. на уровне 6,5 млрд руб. (~100 млн долл.), которые, на наш взгляд, могут быть выплачены из свободного денежного потока, что не приведет к росту долговой нагрузки.

Ликвидность в облигациях эмитента практически отсутствует.

**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.