

Пульс рынка

- ▶ **Всплеск инфляционных рисков в условиях замедляющейся американской экономики**, такое сочетание обычно служит сигналом для роста "медвежьих" настроений на финансовых рынках, что и наблюдалось вчера: американские индексы акций потеряли 0,9%, доходность 10-летних UST опустилась на 5 б.п. до YTM 2,49%, свидетельствуя о значительном снижении аппетита к риску. Данные по потребительской инфляции за апрель указывают на ее заметное ускорение с 1,5% до 2,0% в годовом выражении (соответствует целевому уровню ФРС). При этом рост цен обеспечила и топливная компонента: так, бензин подорожал на 2,3% м./м. (после снижения на 1,7% в марте). Возможно, ускорение базовой инфляции является следствием превышения темпа роста зарплат над производительностью труда продолжительное время (косвенное проявление негативного эффекта QE). Столь быстрое повышение инфляционных рисков может воспрепятствовать сохранению на длительный период ключевых ставок ФРС на низком уровне, как об этом еще на прошлой неделе заявляла Дж. Йеллен. С другой стороны, экономике США еще требуются стимулы для поддержания роста: объем промышленного производства в апреле упал на 0,6%, при этом его основная компонента, обработка, просела на 0,4% (консенсус предполагал рост), что сопровождалось падением загрузки мощностей с 79,2% до 78,6%. На некоторое восстановление промпроизводства в мае указывают опережающие индикаторы (в частности, Empire State Mfg.). Ситуация на рынке жилой недвижимости в США в мае остается негативной (объем продаж продолжает падать из-за высоких цен и низкого предложения на первичном рынке). Неплохие данные по рынку труда (число первичных заявок, так же как и число продолжающих получать пособия по безработице, снизилось сильнее ожиданий) не смогли улучшить настроения инвесторов. Динамика базовых активов оказала небольшую поддержку российским еврообондам: премия длинных бондов Russia 42 к бразильским бумагам сократилась до 45 б.п.
- ▶ **Успех Мегафона способствует увеличению предложения на "первичке"**. Вслед за Мегафоном, который нашел высокий спрос на годовые бумаги, на рынок вышел ГПБ (BBB-/Ваа3/BBB-), предложив годовые БО-8 номиналом 10 млрд руб. с ориентиром YTP 9,99%-10,25%. В сравнении с новыми облигациями Мегафона, которые были реализованы с YTP 9,7%, ориентир от ГПБ предполагает премию 30-55 б.п. Учитывая, что при прочих равных банки обычно несут премию 25-50 б.п. к бумагам нефинансовых эмитентов, мы считаем предложенную премию оправданной. Тем не менее, рублевый евробонд GPBRU 15 (@ 8,617%), торгующийся на уровне YTM 10,75% @ декабрь 2015 г. и включенный в список РЕПО ЦБ, является более интересной альтернативой маркетируемым бумагам. С другой стороны, мы не исключаем, что приобрести рублевые евробонды ГПБ в большом объеме без существенного снижения доходности не представляется возможным. Также неплохой альтернативой новым бумагам ГПБ является рублевый бонд RSHB 16 (YTM 11,5%).
- ▶ **Новый официальный макропрогноз: рост "вопреки"**. В ближайшие дни Правительство должно одобрить новую версию макропрогноза на 2015-2017 гг. Из рассматриваемых МЭР прежде 3 сценариев был отброшен наиболее оптимистичный и на вчерашнее обсуждение были вынесены 2 оставшихся варианта, причем тот, в котором заложен рост ВВП в 0,5% в 2014 г. теперь предполагается взять за базовый. Он же предусматривает ускорение роста ВВП уже в 2015 г. до 2% с последующим достижением 3,3% к 2017 г. в основном из-за предпосылки о постепенном "рассеивании" эффекта украинского конфликта и связанного с этим ослабления оттока капитала. Этот сценарий, на наш взгляд, по-прежнему чрезмерно оптимистичен, но его преимущество - в отсутствии нарушения бюджетного правила, что, следуя заявлениям Правительства, остается в приоритете. "Камнем преткновения" станут траты на оборону (обсуждение продолжается), но они, скорее, ухудшат распределение расходов (меньше вариантов для инвестиционного маневра), чем приведут к росту дефицита. Новые прогнозы в большей степени соответствуют последней статистике. По данным Росстата, в 1 кв. рост ВВП замедлился до 0,9% г./г. (с 2% в 4 кв. 2013 г.) в основном из-за слабых инвестиций на фоне активного вывода капитала в этот период. Мы разделяем опасения МЭР и Минфина, что падение ВВП кв./кв. с очищенной сезонностью во 2 кв. может продолжиться (техническая рецессия), но относительно более долгосрочной перспективы мы более пессимистичны. Недавно мы изменили прогноз по ВВП на 2014 г. с роста на 1% до падения на 0,3% (допуская выход на рост в 1% в 2015 г.), основываясь на фундаментальных рисках более сильного снижения инвестиций и замедления потребления и в определенной степени последствиях "украинского фактора".

Темы выпуска

- ▶ Мечел: турецкие деньги временно снизили долговую нагрузку
- ▶ Nordgold: эффективность в приоритете

Мечел: турецкие деньги временно снизили долговую нагрузку

На операционном уровне улучшений в 4 кв. не произошло

Вчера Мечел (Moody's: Саа1/негативный) наконец опубликовал результаты за 2013 г. по US GAAP, которые не свидетельствуют о каких-либо заметных позитивных изменениях в кредитном профиле: EBITDA (730 млн долл. за год и 122 млн долл. за 4 кв.) по-прежнему едва хватает для выплаты процентов (742 млн за год и 196 млн долл. за 4 кв.). Выбывшие убыточные активы, обесценение гудвила, а также формирование резерва под просроченную задолженность третьих лиц привели к неденежным списаниям в размере 2,13 млрд долл. по итогам года, из которых 413 млн долл. пришлось на 4 кв. (из них 269 млн долл. - ферросплавный сегмент, активы по производству хрома).

Ключевые финансовые показатели Мечела

в млн долл., если не указано иное	4 кв. 2013	3 кв. 2013	изм.	2013	2012	изм.
Выручка	1 885	2 089	-10%	8 576	10 631	-19%
EBITDA	122	196	-38%	730	1 471	-50%
Рентабельность по EBITDA	6,5%	9,4%	-2,9 п.п.	8,5%	13,8%	-5,3 п.п.
Чистый убыток	-681	-127	+5,4x	-2 928	-1 665	+76%
Операционный поток	9	223	-25x	323	1 314	-75%
Инвестиционный денежный поток	307	-95		-180	-839	+4,7x
Капвложения	-112	-91	+23%	-556	-956	-42%
Финансовый поток	-175	-128	-37%	-162	-792	+4,9x

в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2013	30 сент. 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	9 005	9 132	-1%
Краткосрочный долг	1 485	1 938	-23%
Долгосрочный долг	7 520	7 194	+4%
Чистый долг	8 736	9 028	-3%
Чистый долг/EBITDA LTM*	12,0x	12,4x	

*EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Сокращение объемов продаж и рост себестоимости...

Сокращение объема продаж (на 14,1% кв./кв. в добывающем и 18,4% кв./кв. в металлургическом сегментах) и повышение денежной себестоимости (в частности из-за американского подразделения Bluestone, мощности которого были не загружены из-за низких рыночных цен на уголь) обусловили падение EBITDA в добывающем сегменте на 44% кв./кв. до 83 млн долл. Прибыльность металлургического сегмента остается низкой - 3,2% (минимум среди публичных металлургических компаний), показатель EBITDA в нем сократился на 27% кв./кв. до 35 млн долл.

... привели к убытку от операционной деятельности

Для Мечела 4 кв. оказался убыточным на уровне операционной прибыли, денежный поток по операционной деятельности до изменения в оборотном капитале составил -103 млн долл. (против +37 млн долл. за 9М). Благодаря высвобождению средств из оборотного капитала (+108 млн долл. в 4 кв.) чистый операционный денежный поток оказался положительным (~9 млн долл. в 4 кв. и 323,5 млн долл. по итогам года).

На капитальные расходы было потрачено ~112 млн долл. в 4 кв. и 556 млн долл. по итогам года. Почти двукратное снижение сарех г./г. обусловлено завершением ряда инвестиционных проектов, при этом развитие Эльги осуществляется за финансовым периметром Мечела (проектное финансирование за счет кредита от ВЭБа). В 2014 г. инвестиции компании не должны превысить 225 млн долл. (100-110 млн долл. по текущим инвестиционным проектам, остальное - на поддержание производственных мощностей), на Эльгу планируется направить 700-720 млн долл.

Продажа Oriel позволила сократить долговую нагрузку

Заметную финансовую поддержку в 4 кв. оказали средства (414 млн долл.), полученные от продажи производителя ферросплавов Oriel (который был куплен в 2008 г. за 1,5 млрд долл.). Однако на погашение долга было направлено лишь 73 млн долл. (большая сумма ушла на сарех, увеличение доли в Коршуновском ГОК с 85% до 90%, погашение обязательств по договорам финансовой аренды). Остаток средств был аккумулирован на счетах (денежные средства увеличились на 164 млн долл.). Чистый долг снизился на 294 млн долл. до 8,7 млрд долл., а его отношение к LTM EBITDA - с 12,4x на конец 3 кв. до 12,0x.

Несмотря на поддержку госбанков ...

С начала этого года основным достижением Мечела стала реструктуризация ряда крупных кредитов (благодаря лояльности госбанков), которая позволила сократить краткосрочный долг (с погашением в 2014 г.) с 2 млрд долл. на 6 декабря 2013 г. до 1 млрд долл. на 14 мая 2014 г., что покрывается EBITDA вместе с запасом денежных средств и невыбранными кредитными линиями (394 млн долл.). Были исполнены обязательства по офортам рублевых облигаций.

... цены облигаций предполагают высокую вероятность реструктуризации

Напомним, что ковенантные каникулы заканчиваются в конце 2014 г., к этому моменту Мечелу необходимо снизить долговую нагрузку до 10х в терминах Чистый долг/LTM EBITDA, при этом процентные расходы должны полностью покрываться EBITDA. При текущей конъюнктуре металлургического и сырьевого рынков единственной возможностью для Мечела по снижению долговой нагрузки остается продажа убыточных и/или непрофильных активов (одними из них является Bluestone, Кузбасэнергообл, бизнес в Европе по торговле металлами, украинское подразделение). Не исключается и продажа доли в Эльгинском проекте. Среднесрочные облигации Мечел-13,14 котируются на уровне 70% от номинала, что соответствует YTP 46-47% @ сентябрь 2015 г. и свидетельствует о невысокой уверенности участников рынка в способности эмитента исполнять свои обязательства (несмотря на поддержку госбанков). Мы разделяем это мнение.

Nordgold: эффективность в приоритете

Результаты оцениваем позитивно

Nordgold (-/Ba3/BB-) опубликовал финансовые результаты за 1 кв. 2014 г. по МСФО которые мы оцениваем позитивно. Несмотря на снижение выручки (-16% кв./кв.), вызванное временным сокращением производства (-20% кв./кв. до 211,1 тыс. унций), компании удалось увеличить показатель EBITDA на 3% на фоне роста средних цен реализации золота (+4% кв./кв.) и сокращения издержек, на которые, помимо целенаправленных мер оптимизации операционной деятельности, позитивно повлияло и ослабление рубля.

Долговая нагрузка остается на уровне 1,7х, но структура долга заметно улучшилась

При сохранении долговой нагрузки на уровне 1,7х (Чистый долг/EBITDA) Nordgold смог заметно изменить структуру кредитного портфеля благодаря рефинансированию задолженности 5-летним кредитом Сбербанка: теперь ее краткосрочная часть составляет незначительные 13 млн долл. Ковенанты ограничивают показатель Чистый долг/EBITDA на уровне 3х.

Ключевые финансовые показатели Nordgold

в млн долл., если не указано иное	1 кв. 2014	4 кв. 2013	изм.	1 кв. 2013	изм.
Выручка	274,9	328,8	-16%	296,8	-7%
EBITDA	103,5	100,7	+3%	97,9	+6%
Рентабельность по EBITDA	37,6%	30,6%	+7 п.п.	33,0%	+4,6 п.п.
Чистая прибыль	24,6	-29,9	n/a	14,6	+68%
Операционный поток	49,8	105,4	-53%	40,0	+25%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-30,8	-34,9	+12%	-69,4	+56%
Капвложения	-22,4	-55,9	-60%	-64,5	-65%
Финансовый поток	14,5	-87,7	n/a	51,8	-72%
в млн долл., если не указано иное	31 марта 2014			31 дек. 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	1 000,3			968,0	+3%
Краткосрочный долг	13,2			326,7	-25x
Долгосрочный долг	987,1			641,3	+54%
Чистый долг	729,8			723,9	+1%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,7x			1,7x	

*EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Bissa остается крупнейшим активом с минимальными cash costs, Lefa продолжает улучшать эффективность

Снижение объемов производства золота в 1 кв. 2014 г. было преимущественно связано с 1) задержкой в переговорах с Национальным банком Казахстана (Суздаль), что привело к переносу аффинажа золота и его продажи на 2 кв., а также 2) сезонным сокращением добычи из-за холодных погодных условий в зимний период (Нерюнгри, Апрельково).

Компания продолжает снижать денежную себестоимость производства: в 1 кв. она сократилась еще на 5% кв./кв. до 719 долл./унция) благодаря проводимой программе оптимизации издержек. Мы отмечаем, что улучшения произошли как на самом эффективном руднике компании Bissa в Буркина-Фасо (-5% кв./кв. до 457 долл./унция), так и на наиболее затратном гвинейском месторождении Lefa (-2% кв./кв. до 1 073 долл./унция). Для сравнения средняя цена реализации золота за 1 кв. 2014 г. составляла 1 299 долл./унция. Эти два актива являются крупнейшими по объемам производства для компании: доля Bissa в 1 кв. 2014 г. составила 32% (29% в 4 кв. 2013 г.), Lefa - 19% (17% в 4 кв. 2013 г.).

Компания снижает капвложения

На фоне роста прибыли значительное снижение операционного денежного потока в 1 кв. 2014 г. объясняется увеличением инвестиций в оборотный капитал из-за вышеупомянутой задержки с реализацией продукции в Казахстане (увеличение запасов), а также из-за более поздней отгрузки части сырья с рудника на завод на Бурятзолото. Тем не менее, операционного потока было достаточно для финансирования инвестиций (22,4 млн долл.). Компания сохранила ориентир по объему капвложений на 2014 г. на уровне 200 млн долл. (в 2013 г. - 237,7 млн долл., на 50% ниже, чем в 2012 г.). Прогноз по объемам добычи на 2014 г. по-прежнему составляет 870-920 тыс. унций (924,4 тыс. унций в 2013 г.). С учетом более скромных инвестиционных планов улучшение операционных показателей создает возможность для снижения долга, а также выплаты дивидендов (компания намерена распределять прибыль на ежеквартальной основе). По итогам 1 кв. 2014 г. было принято решение о выплате дивидендов на общую сумму 5,8 млн долл. Накопленные денежные средства на конец квартала составляли 270,5 млн долл.

Рекомендуем покупать NORDLI 18 и продавать EVRAZ 18

Наша рекомендация покупать бонды NORDLI 18 от 12 ноября 2013 г. реализовалась: премия к бумагам Евраз (65 б.п.) была нивелирована, и теперь бонды NORDLI 18 торгуются с дисконтом в размере 45 б.п. Мы по-прежнему рекомендуем покупать эти бумаги, считаем справедливый дисконт к Евразу более 60 б.п.

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Минфин о рисках технической рецессии, инфляции и отсутствии планов смягчать бюджетное правило

Макростатистика марта: страхи подстегнули потребление

Промышленность «растеряла» энергию

Валютный рынок

Минфин рубль бережет

Монетарная политика ЦБ

Решение ЦБ: нет ничего более постоянного, чем временное?

Новые грани «тонкой настройки»

Долговая политика

Минфин корректирует планы по заимствованиям

Рынок облигаций

Рынок облигаций так и не увидит пенсионные накопления за этот год

Нерезиденты в ОФЗ: назад в «долиберализационный» период

Где верхний предел доходностей ОФЗ?

Платежный баланс

Отток капитала частного сектора в 1 кв. 2014 г. - 63,7 млрд долл.

Инфляция

Новые оттенки инфляции

Ликвидность

Банк России ожидает приближения краткосрочных ставок к верхней границе процентного коридора

Казначейство РФ меняет схему трансферта в пользу ликвидности

Ликвидность: Казначейство РФ выходит с новыми мерами

Бюджет

Слабый рубль и высокая цена на нефть принесут бюджету незапланированные 760 млрд руб. в 2014 г.

Минфин ограничивает "аппетиты" МЭР

Банковский сектор

Банки РФ в марте изъяли средства со счетов у банков-нерезидентов

Госбанки запасаются наличной валютой для защиты от санкций

Население активно выводило средства в наличность, увеличивая дефицит рублевой ликвидности

Избыток инвалюты позволяет банкам РФ обойтись без внешних заимствований

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	Транснефть
Газпром нефть	
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Транспорт

НМТП	Brunswick Rail
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансконтейнер	

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	НОМОС Банк	ТКС Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	ОТП Банк	ХКФ Банк

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 Цовян		(+7 495) 225 9184

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
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
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 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. 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.