



19 августа 2016 г.

## Мировые рынки

### Нефть снова выше 50

Вчера цена барреля марки Brent поднялась выше 50 долларов после роста более чем на 20% с минимумов начала месяца и продолжает оставаться выше этой отметки сегодня. Поддержку нефтяным котировкам сейчас оказывает спекулятивный фактор - возможная встреча представителей стран-членов ОПЕК по вопросу потенциальной заморозки добычи. Опубликованный вчера протокол заседания ЕЦБ по ставкам не преподнес сюрпризов: было лишь отмечено, что для оценки влияния Brexit на рынки и экономику ЕС потребуется дополнительное время.

## Рынок корпоративных облигаций

### Евраз: скачок цен 2 кв. пока не полностью отразился на результатах. См. стр. 2

Евраз (BB-/Ba3/BB-) опубликовал слабые финансовые результаты за 1П 2016 г. по МСФО (квартальные данные компания не предоставляет). Выручка снизилась на 8% п./п. в результате 1) сокращения объемов реализации из-за слабого спроса, восстановление которого происходило в РФ только во 2 кв., и планового ремонта доменной печи №1 на ЗСМК, 2) ослабления рубля на 9% п./п. и 3) низких цен и спроса в американском дивизионе. Показатель EBITDA хоть и повысился на 14% п./п. благодаря ослаблению рубля и расширению ценового спреда металлопродукция-сырье, г./г. он просел на 38%, что привело к значительному снижению LTM EBITDA и резкому росту долговой нагрузки до 4,9x Чистый долг/EBITDA с 3,7x на начало года. В связи с этим Евраз договорился об отсрочке тестирования ковенантов (по кредитам на 1,8 млрд долл.) на 3 полугодие периода, начиная с 1П 2016 г. Компания прогнозирует во 2П рост цен до средних показателей прошлого года, что, на наш взгляд, крайне оптимистично ввиду продолжающейся коррекции мировых цен на сталь, а также происходящего падения цен на арматуру на внутреннем рынке. Сейчас евробонды EVRAZ торгуются с премией более 60 б.п. к выпускам ТМК, несмотря на одинаково высокий уровень долговой нагрузки эмитентов и более слабый, на наш взгляд, бизнес-профиль ТМК. Для инвесторов, не склонных к риску, мы рекомендуем VIP 20 (YTM 4,69%) и VIP 22 (YTM 4,78%).

### МТС: конкуренция ухудшила рентабельность, а Узбекистан - прогноз

МТС (BB+/Ba1/BB+) вчера опубликовала отчетность за 2 кв. 2016 г., в которой нашла отражение сложная конкурентная ситуация на российском рынке мобильной связи. Выручка выросла на 5,3% г./г., однако рост был обусловлен расширением розничной сети в России, запуском 3G на Украине и низкой базой прошлого года в Узбекистане, а выручка от услуг сотовой связи в России практически не изменилась г./г., что, тем не менее, оказалось лучше, чем у других операторов Большой тройки, которые продемонстрировали снижение этого показателя. Основным негативным моментом стало сокращение рентабельности по OIBDA на 3,8 п.п. г./г. из-за роста розничной сети и снижения роуминговой активности абонентов, а также в связи со строительством сети 3G на Украине. В итоге компания снизила прогноз на 2016 г. и ожидает, что выручка вырастет на 2-3% г./г. против предыдущего прогноза "выше 4%". При этом ожидается, что OIBDA снизится на 4% г./г. против предыдущего диапазона "от -2% до +1%", что менеджмент объясняет продажей узбекского подразделения. Общий долг снизился на 10% кв./кв. благодаря выкупу евробондов MOBTEL 20 на сумму 267 млн долл., соотношение Чистый долг/EBITDA не изменилось кв./кв., оставшись на уровне 1,1x. В ходе телеконференции руководство заявило, что в ближайшие месяцы будет принято решение о программе выкупа акций до 30 млрд руб., которая была предложена весной во время объявления дивидендной политики. С учетом прогноза по OIBDA и инвестиций, а также выплаты дивидендов во 2П 2016 г. на сумму 52 млрд руб., долговая нагрузка на конец года должна составить 1,3x Чистый долг/OIBDA, а с учетом выкупа акций на всю заявленную сумму, что, однако, представляется маловероятным – 1,4x.

## Евраз: скачок цен 2 кв. пока не полностью отразился на результатах

**Слабые финансовые результаты за 1П 2016 г.**

**Заметный рост долговой нагрузки продолжился из-за падения LTM EBITDA**

Евраз (BB-/Ba3/BB-) опубликовал слабые финансовые результаты за 1П 2016 г. по МСФО. Выручка снизилась на 8% п./п. в результате 1) сокращения объемов реализации из-за слабого спроса, восстановление которого происходило в РФ только во 2 кв., и планового ремонта доменной печи №1 на ЗСМК, 2) ослабления рубля на 9% п./п. и 3) низких цен и спроса в американском дивизионе. Показатель EBITDA хоть и повысился на 14% п./п. благодаря ослаблению рубля и расширению ценового спреда металлопродукция-сырье, г./г. он просел на 38%, что привело к значительному снижению LTM EBITDA и резкому росту долговой нагрузки до 4,9x Чистый долг/EBITDA с 3,7x на начало года.

В отношении компании установлен ряд ковенантов (Чистый долг/EBITDA и EBITDA/проценты) по PXF и нескольким кредитам (на общую сумму 1,8 млрд долл.), по которым Евраз договорился об отсрочке тестирования на 3 полугодовых периода, начиная с 1П 2016 г. (в конце 2017 г. Чистый долг/EBITDA не должен превысить 5,0x, в середине 2018 г. - 4,5x). Вместе с тем, компания будет ограничена в наращивании долга (чистый долг не выше 6 млрд долл. до конца 2017 г.) и выплате дивидендов.

Положительным моментом по-прежнему остаются низкие риски рефинансирования: в 1П 2016 г. компания продолжила работу по погашению и рефинансированию долга, в результате чего накопленные денежные средства сократились с 1,4 млрд долл. до 868 млн долл., однако их достаточно для погашения долга в 2016 г. и 2017 г. (348 и 217 млн долл., соответственно).

### Ключевые финансовые показатели Евраз

В млн долл., если не указано иное	1П 2016	2П 2015	изм.	1П 2016	1П 2015	изм.
Выручка	3 543	3 873	-8%	3 543	4 894	-28%
EBITDA	577	506	+14%	577	932	-38%
Рентабельность по EBITDA	16,3%	13,1%	+3,2 п.п.	16,3%	19,0%	-2,7 п.п.
Чистая прибыль/убыток	7	-738	-	7	19	-63%
Операционный поток	533	818	-35%	533	804	-34%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-175	-153	+14%	-175	-206	-15%
Капвложения	-185	-175	+6%	-185	-248	-25%
Финансовый поток	-877	-204	+4,3x	-877	-758	+16%

В млн долл., если не указано иное	30 июня 2016	31 дек. 2015	изм.
Совокупный долг*, в т.ч.	6 184	6 724	-8%
Краткосрочный долг	546	497	+10%
Долгосрочный долг	5 553	5 850	-5%
Чистый долг	5 316	5 349	-1%
Чистый долг/EBITDA LTM**	4,9x	3,7x	-

\*Компания в общем долге учитывает эффект от валютных свопов по основной сумме рублевых облигаций

\*\*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Снижение выручки в стальном российском и американском дивизионах при ее росте в угольном сегменте**

В ключевом российском стальном дивизионе (68% в выручке, 66% в EBITDA) выручка упала на 7% п./п. до 2,4 млрд долл., причем она снижалась по всем ключевым видам продукции кроме рельсов (полуфабрикаты - на 1,5% п./п. до 720 млн долл., строительный прокат - на 12% п./п. до 819 млн долл., рельсы +2% п./п. до 258 млн долл.) из-за сокращения объемов (в основном из-за слабого 1 кв.) и цен реализации в долларовом выражении. В рублях, по нашим расчетам, цены на полуфабрикаты остались неизменными, на строительный прокат - выросли на 10% п./п. Несмотря на снижение цен на рельсы п./п. (даже в рублях -6%), компании удалось повысить выручку от их продажи за счет наращивания объемов реализации, в частности, в адрес РЖД. Показатель EBITDA дивизиона вырос на 12% п./п. до 382 млн долл. Увеличению способствовало главным образом ослабление рубля - cash costs сляба снизились на 15% п./п. до 162 долл./т.

**Повышение  
прибыльности всех  
сегментов**

В американском дивизионе выручка упала на 18,5% п./п. до 832 млн долл. на фоне снижения объемов продаж (-14% п./п.) и цен (на 3-10%). При этом показатель EBITDA восстановился на 50% п./п. до 27 млн долл. после падения в два раза во 2П 2015 г. за счет сокращения издержек (в частности, снижения цен на сырье).

Основную поддержку результатам Евраз по-прежнему оказывает угольный сегмент (37% в EBITDA), в котором выручка выросла на 3% п./п., показатель EBITDA - на 21% п./п. благодаря повышению цен в рублях (в том числе в связи с дефицитом качественных коксующихся углей из-за аварии на шахте Северная Северстали).

В итоге прибыльность стального дивизиона повысилась с 13% во 2П 2015 г. до 16%, американского дивизиона - с 1,8% до 3%, в угольном дивизионе - с 34% до 40%.

**Капзатраты в 2016-  
2017 гг. на  
комфортном уровне**

Значительное сокращение операционного денежного потока в 1П 2016 г. (на 35% п./п. до 533 млн долл.) произошло в результате высвобождения всего 27 млн долл. из оборотного капитала против 389 млн долл. полугодием ранее. Тем не менее, операционного потока было более чем достаточно для финансирования капвложений - 185 млн долл. Напомним, в 2016 г. Евраз планирует капзатраты на уровне 375-400 млн долл., основными проектами станут инвестиции в производство труб большого диаметра в США и дальнейшая реконструкция металлургического завода ЗСМК. В 2017 г. планируется такой же уровень капвложений.

**Компания  
представила  
оптимистичный  
прогноз на 2П 2016 г.**

Во 2П 2016 г. Евраз не ожидает существенного улучшения спроса на российском рынке, однако предполагает рост цен с текущих уровней до средних цен прошлого года (т.е., по нашим оценкам, в долл. +22% на рельсы и полуфабрикаты, +10% на строительный прокат), что, на наш взгляд, довольно оптимистично ввиду продолжающейся коррекции мировых цен на сталь, а также уже происходящего падения цен на арматуру на внутреннем рынке. Компания объясняет ожидающееся повышение средней цены тем, что будут расти цены на рельсы, так как в формуле заложена цена на лом, при этом компания допускает снижение цен на строительный сортамент в низкий сезон, начиная с октября. Американский дивизион, скорее всего, продолжит оказывать давление на результаты Евраз в связи с задержками одобрения ряда трубопроводных проектов в США и Канаде, а также слабого спроса на рельсы.

Сейчас евробонды EVRAZ торгуются с премией более 60 б.п. к выпускам ТМК, несмотря на одинаково высокий уровень долговой нагрузки эмитентов и более слабый, на наш взгляд, бизнес-профиль ТМК. Для инвесторов, не склонных к риску, мы рекомендуем VIP 20 (YTM 4,69%) и VIP 22 (YTM 4,78%).

**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

Розничные продажи в мае - потребители продолжают экономить

Восстановление промышленности застопорилось

После хорошего первого квартала экономика сбавила обороты

### Рынок облигаций

ЦБ РФ ожидает дальнейшее снижение доходностей (= большой избыток ликвидности)

Размещение евробондов РФ затянулось на день

Замещение евробондов ОФЗ почти не отразится на ставках

Продажа ОФЗ из портфеля ЦБ РФ: попытка сдержать давление бюджета на ставки

### Банковский сектор

BAIL-IN: золотая середина между двумя крайностями

Погашение валютного долга банков перед ЦБ не сопровождается снижением валютных активов

В отличие от валютной, рублевая ликвидность не полностью абсорбируется

### Инфляция

В начале июня инфляция снизилась до 0%

В мае инфляция м./м. с исключением сезонности достигла локального минимума

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ возобновил цикл снижения ставок, однако спешить он не будет

### Ликвидность

Вливания из бюджета в конце марта пока не попали на денежный рынок

Банк России отмечает переход к профициту рублевой ликвидности

### Валютный рынок

В банковской системе возник избыток ликвидности, несмотря на налоги

В 1 кв. корпоративному сектору удалось полностью рефинансировать свой долг

Платежный баланс за 1 кв. предполагает более слабый рубль

Роснефть поддержала курс рубля своей экспортной выручкой

### Бюджетная политика

Увеличение предложения ОФЗ - почти неизбежно, но не в этом году



# #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	Тинькофф 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
Станислав Мурашов		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9900 доб. 5021
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 9900 доб. 8674
Сергей Либин		(+7 495) 221 9838
Андрей Полищук		(+7 495) 221 9849
Федор Корначев		(+7 495) 221 9851
Наталья Колупаева		(+7 495) 221 98 52
Константин Юминов		(+7 495) 221 9842

### 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
Тимур Файзуллин		(+7 495) 221 9856
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.